

سوق المال

مدخل مالي / مصرفي

أ.م.د

احمد محمد فهمي البرزنجي

كلية الرافدين الجامعة

بغداد ٢٠١٦

سوق المال

مدخل مالي/ مصرفي

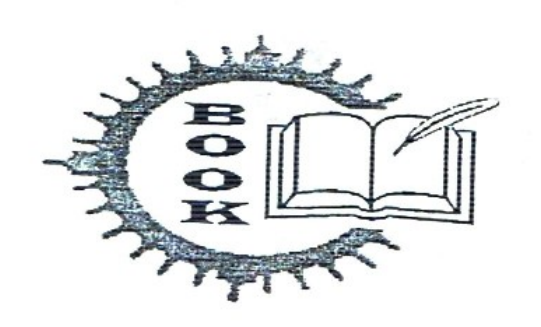
الدكتور

احمد محمد فهمي سعيد البرزنجي

كلية الرافدين الجامعة

بغداد

٢٠١٦ م



اسم الكتاب: سوق المال مدخل مالي/ مصرفي.
اسم المؤلف: د.احمد محمد فهمي سعيد البرزنجي.
الناشر: دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية.
العنوان: بغداد- شارع المتنبي- الفرع المجاور لمطبعة الاشبال.
موبايل : ٠٧٩٠١٩٧٨٥٢٥- ٠٧٩٠٤٧٩٧٣٥١- ٠٧٧٠٦٤٧٩١٥٩

الطبعة : الاولى.
سنة النشر: ٢٠١٦
رقم الايداع: في دار الكتب والوثائق ببغداد ٤٧ لسنة ٢٠١٦.
التجهيز والاشراف الفني: مجموعة دار الدكتور.

تقديم

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيد المرسلين وآله وصحبه الطاهرين...

اتشرف ان يقع بين يدي هذا الجهد العلمي وان يطلب مني ان اقدم له، هذا وحده تكريم لي شخصيا. لقد استمتعت بالقراءة وتعددت زوايا الثناء وحصرتها في محورين، الكاتب والكتاب.

اما الكاتب فانه يملك المثابرة والجد والالتزام والشعور والرغبة والقدرة على الارتقاء وتنمية المعارف والفيض بما توفر عنده من المعرفة على كل من حوله لأنه يشعر بالمسؤولية العلمية والأخلاقية لماهية الأستاذ الجامعي وقيمته الاعتبارية. لذا أجد ان صناعة التأليف وحرفة الكتابة قد اخذ طريقها في هذا البحر المعرفي العميق. لذا لا اجد كلمة ثناء تكفي له لان الكلمات وحروفها قد لا تعبر عن مكنون الاحترام وأتمنى له التوفيق.

اما الكتاب فقد جمع بين دفتيه الكم الكثير والنوع غزير من متطلبات العلوم المالية او ما يحتاجه الطالب او الباحث والمؤسسات سواء في الدراسات الأولية او العليا. من هنا نجد ان الرحلة مع الكتاب سوف يحقق المتعة والمنفعة فقد تناول الكتاب قسمين رئيسين هما سوق المال مدخل في التقييم والأدوات اما القسم الثاني فقد تخصص في مجال سوق المال كمدخل في الائتمان و المعاملات المصرفية. فضلا عن تفاصيل متنوعة بكل ما هو مستجد او ضروري سواء في مجال الحوكمة او غسيل الأموال او المشتقات المالية بل كل ما يحتاجه رجال المال والإعمال والصيرفة والمؤسسات المالية.

أخيرا...

تتشرف دار الدكتور للعلوم ان تضم هذا الجهد العلمي القيم ضمن إنتاجها وتفتخر بان تسوق المعرفة لمثل هؤلاء الأساتذة ومثل هذه المصادر الرصينة.

نسأل الله للجميع بالتوفيق وعسى ان يكون عملا صالحا لخدمة عراقنا الحبيب.

الدكتور

سالم محمد عبود

المقدمة

بدءً احمد الله تعالى جل في علاه لتوفيقه اياي بأكمال كتابي هذا وهو السادس ضمن مؤلفاتي في مسيرتي العلمية كاستاذ جامعي والذي اقدمه جهداً متواضعاً لكنه مخلصاً لكل المهتمين بالشأن المالي والمصرفي، وقد جاء هذا الكتاب ضمن اهتماماتي في موضوعات الادارة المالية وتحديداً في سوق المال حيث احتوى الكتاب قسمين:

الأول: سوق المال/ مدخل في التقييم والأدوات.. وتم فيه التركيز على موضوعات تقييم المنظمة (الشركة المساهمة) وأسهمها.

الثاني: سوق المال/ مدخل في الائتمان والمعاملات المصرفية.. وتم التركيز فيه على الائتمان المصرفي وأهميته وواقع بعض المعاملات المصرفية كالصكوك وحالات (غسيل الأموال) في العمل المصرفي.

واني اذ أتقدم بهذا الكتاب لزملائي (التدريسيين) ولطلبتي الأعزاء (وبخاصة منهم طلبة الدراسات العليا في برنامجي (الماجستير والدكتوراه) وكذلك طلبتي في مرحلة البكالوريوس ولكل المهتمين بالشأن المالي والمصرفي فانه يحدوني الأمل بأن يسد بعض النقص في المكتبة المالية والمصرفية العراقية والعربية مؤكداً ان أي ملاحظة ستكون موضوع ترحاب المؤلف لأخذ بها في الطبعات القادمة بأذنه تعالى.. والله من وراء القصد وهو الهادي الى سواء السبيل.

واخر دعوانا ان الحمد لله رب العالمين

المؤلف

بغداد/ ٢٠١٦

المحتويات

القسم الأول

سوق المال/ مدخل في التقييم والأدوات

الفصل الأول

تقييم المنظمة وأوراقها المالية

الفصل الأول

تقييم المنظمة و أوراقها المالية

المبحث الأول

القيمة الاقتصادية المضافة EVA

تمهيد:

يحتل موضوع (تشكيل القيمة)* مكانة هامة في مراكز القيادة داخل المنظمات فالربط بالقيمة اصبح ميزة مرتبطة بالمنظمات الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي نحو النشاط الاقتصادي والذي يؤدي الى تشكيل قيمة حيث اضحت المنظمات تأخذ به كمؤشر نمطي في التقييم وكمقياس شامل يسهم في اتخاذ القرارات الستراتيجية الشاملة والدائمة.

وقد قامت مكاتب الاستشارات بتقديم العديد من مداخل التقييم التي اصبحت موضع اهتمام واسع لدى المنظمات، حيث تستخدمها كأدوات لمعرفة قيمة السهم اما خارجيا ويطلق عليها تشكيل قيمة لحملة الاسهم وتسمى قيمة اقتصادية ولهذا الغرض نشرت عدة دراسات في هذا التوجه نذكر منها:

- نسبة Q لـــ طوبان (Ratio Q; Tobin).
- ستراتيجية تشكيل القيمة ١٩٩٠ لـــ: ماك كينسي Mckinsey.
- القيمة الاقتصادية المضافة: نشرت من مكتب Stern, Stewart& co:

---

* تشير المصادر العربية الى مصطلح (خلق القيمة) ويرتأي المؤلف تسميته بـــ(تشكيل القيمة).

ويجدر بالذكر ان جميع المداخل المدرجة آنفاً تربط بين القيمة في البورصة أي القيمة السوقية والقيمة المحاسبية للمنشأة فالدور الجديد الذي تتبناه ادارة المنظمات يختلف عن النماذج التقليدية التي تعتبر غير ديناميكية من جهة وغالبية مؤشراتها لا تصلح للتنبؤ الا على مستوى قصير المدى، وتهتم بالجانب المحاسبي فقط من جهة اخرى.

واضحى الاهتمام الان يتجه نحو القيمة الاقتصادية، وهي تختلف عن الربح كونها تولي عناية خاصة لقيمة السهم، وبالتالي تاثر قيمته السوقية نتيجة تغيير حجم التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها خلال فترة حياة المشروع او الاستثمار.

فادارة المنظمة تضطلع بمسؤولية التقييم الاقتصادي وليس التقييم المحاسبي، وهو ما يعني النظر من افق ابعد من منظر الانموذج المحاسبي. فخصوصية النماذج التي تتبنى تشكيل القيمة تتمثل في انها تدمج تكلفة الاموال، وهذه الاخيرة لا تأخذ بها نماذج التقييم التقليدية. يضاف الى ذلك ان مؤشرات تشكيل القيمة اكثر متانة وارتباطاً مع التقييم في البورصة وسوق المال عموماً.

هنالك ثلاث تحولات رئيسة صاحبت فكرة تقييم المنظمات هي:

- **تحولات في البيئة الاقتصادية للمنظمة:** حيث شهدت السنوات الاولى من العقد الماضي بروز مداخل للتقييم طورت لتتلاءم وما تمليه السوق المالية نتيجة لتحذير الادارة من المبالغة في تعظيم ثروة المساهمين، وتجنب كل المؤشرات التي تعتمد على تعظيم التقييم المحاسبي وحده. فالحركة الواسعة لعروض الشراء ادت الى اعادة تحديد مكانة ودور المساهم في ستراتيجية المنشأة.

- **العولمة والتمويل:** حيث تميزت هذه المرحلة بتطور الهندسة المالية وتدويل المنظمات الاقتصادية، فهيكلها المالي اصبح يخضع لمنطق مختلف، وكذا هيكلها المادي الاقتصادي يخضع لمنطق تجريدي في مبادلات الاموال والمعلومات، حيث يتم تبادل السلع والخدمات خارج السوق المحلي. بالاضافة الى ظهور الستراتيجيات

التي تحبذ الاندماج، سعياً منها لتحقيق الهيمنة والاستحواذ وادارة منشآت اخرى في السوق باقتناء اسهمها...الخ، وهذه الستراتيجيات متنوعة (صناعية، تكنولوجية، تنموية...).

- **يعتبر تشكيل القيمة ايديولوجية حقيقية اكثر منه أنموذجاً بسيطاً؛** ففي الوقت الراهن تشكيل الاسهم في السوق لم يعد سهل التحقيق بل لا يتم الا باتباع ستراتيجيات معقدة على جميع المستويات وحتى الان هذه النماذج لها مكانتها التطبيقية في مراكز القيادة لعدد مضطرد من المنظمات.

فحجم الظاهرة يستدعي بيان الاسس النظرية ومفاهيم القيمة وقيمة السهم خاصة، وكذا عرض اهم النماذج مع بيان الدور المتنامي للمساهم في ستراتيجية ادارة المنظمة وتحديداً في آلية اتخاذ القرارات والرقابة ومنحى اهدافها. وكذا اشكالية تشكيل القيمة ومحددات تكلفة اقتناء الاموال باعتبارها ميزة لصيقة بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA.

اولا: مفاهيم وأسس تشكيل القيمة:

تعتبر مسألة تشكيل القيمة في المنظمة من اعقد المواضيع المطروحة على الساحة المالية، رغم الجهود التي يبذلها المديرون. وقبل الخوض في المشكلة نتناول القيمة كمصطلح متعدد المجالات سواء منها الاقتصادية او المالية وغيرها، وبيان القيمة كمعنى شامل ثم نتناول اسس ومرجعية تشكيل القيمة كتطور وأيديولوجية في نفس الوقت مع الاشارة الى نظرة الكلاسيك لهدف المنظمة.

١. **مفاهيم القيمة وبيان شموليتها:** تسعى المنظمة حسب الكلاسيك من خلال الاقتصاد الجزئي الى تعظيم الربح او ما يسمى بتعظيم ثروة المالكين، غير انه رغم التصور الضيق لهذه النظرة فهي لم تعد كافية، لان الوقائع الاقتصادية تبين ان الهدف الاساسي للمنظمة اخذ منحى اخر يندرج تحت مظلة تشكيل القيمة وهو يهتم بعناصر اخرى ابرزها عنصر التكلفة.

ان القيمة كمصطلح انشطرت الى ثلاثة معاني دقيقة:

- القيمة المضافة.

- القيمة التي يمثلها الزبائن (العملاء)، او رأسمال العملاء.

- القيمة التي يمثلها المساهم.

وسنركز على القيمة التي يمثلها المساهم، من خلال قياس المردود بالنسبة للتوظيفات المالية مع المؤشرات المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة (Market Value Added) (MVA) والتي تعتمد على المفهوم نفسه (القيمة المضافة). لهذا الغرض سنقوم بعرض مختلف مفاهيم القيمة بايجاز ثم بيان شمولية القيمة وبعدها مفهوم تشكيل القيمة وتطوره.

١,١. **مفاهيم القيمة:** ليس من السهولة بمكان تحديد مفهوم للقيمة، فقيمة الشيء مرتبطة بعدد هائل من المحددات، وزاوية التقييم وفترته..الخ. وللقيمة مفاهييم عدة حسب استخدامها وغايتها ومن اهمها:

- **القيمة السوقية:** هي تعبير عن قيمة الاصل او الموجود في السوق أي تقدير السوق للاصل. فالقيمة السوقية للسهم مثلا، تتحدد على اساس تقويم المستثمرين للارباح المتوقعة في المستقبل، ومعنى هذا ان القيمة السوقية تأخذ في الحسبان القيمة الاقتصادية للمنظمة ويطلق عليها كذلك القيمة النقدية وهي الجانب النقدي للاصول او الموجودات عند تحويلها الى مالك اخر او بيعها، وقيمة الموجود في السوق تعكس اهمية المنشأة واجماع المشترين المحتملين للاصول (الموجودات).

- **القيمة الاستثمارية:** هي عبارة عن حاصل اجمالي التدفقات المستقبلية لموجودات ما، أي ان ما يدره الموجود خلال فترة الاستثمار يعبر عن قيمته، مع الاخذ بعين الاعتبار لعاملين هما:

* القيمة الاضافية التي يمكن ان تحقق خلال السنوات اللاحقة.

* حجم المخاطر وتقلبات اسعار الموجودات واثر التضخم والظروف العامة.

- **القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية:** ففي اطار قيام آدم سميث بمعالجة القيمة، عند تناوله لكيفية تحديد قيمة المبادلة وبناء على فكرة تقسيم العمل، نجده يفرق بين استعمالين لكلمة القيمة، فيوضح ان احدها تدعى قيمة الاستعمال، ويقصد بها منفعة الشيء، اما الاخرى فتدعى قيمة المبادلة وتعني ما للشيء من قدرة على شراء سلع اخرى، وقدم سميث مثاله الشهير عن التناقض الذي يمكن ان يسفر عنه وجود هذين المفهومين للقيمة، فالواقع العملي اثبت انه يمكن ان نجد شيئا ما يتمتع بقيمة استعمال كبيرة، في حين ان قيمته التبادلية ضئيلة او منعدمة، والعكس صحيح، ومثال ذلك الماء والماس.

القيمة الاستعمالية لموجود ما غير مرتبطة بملكية وانما مرتبطة بكيانه التشغيلي، اما القيمة التبادلية فهي مرتبطة بالشيء المملوك، والقيمة التبادلية اقل من القيمة الاستعمالية، ومثال ذلك وسائل العمل في المنظمة، فقيمتها الاستعمالية اعلى بكثير من قيمتها التبادلية.

- **القيمة الدفترية:** هي مفهوم محاسبي فقط وليس تقييم اقتصادي، وتعبر عن التكلفة المحاسبية التاريخية للموجود المعني ناقص جميع الاندثارات (الامتلاك التراكمي).

بالنسبة للمنظمة هي بمثابة تحديد للتكلفة الاصلية للموجودات مع طرح الاحتياطات مثل الاندثارات والديون المعدومة. اما بالنسبة للشركات المساهمة فان القيمة الدفترية للسهم العادي تتمثل اساسا في قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الاسهم العادية وذلك بعد خصم جميع الالتزامات والقيم المقابلة للاسهم الممتازة. وبعبارة اخرى فهي تتمثل في قسمة راس المال المدفوع والاحتياطات والارباح المحتجزة ان وجدت على عدد الاسهم العادية. مع العلم ان هذا المفهوم يختلف عن القيمة التصفوية كما نرى فيما بعد.

- **القيمة المتبقية:** هي قيمة الموجود بعد اندثاره (محاسبياً) كلية ولكنه لا زال ذو فائدة أي يمكن الاستفادة منه. والقيمة المتبقية تختلف عن قيمة (السكراب) التي يفترض فيها ان الموجود لا فائدة من ورائه.

- **القيمة عند التصفية:** بما ان اهتمامنا ينصب على القيمة الاقتصادية للموجود بالتالي قيمته عند الاستخدام، فعند التصفية هناك شركات اخرى يمكنها استخدامه، ومقابل حصوله على الاصل تدفع ثمن، وهذا ما يعبر عنه بالاستخدام البديل او القيمة عند التصفية اما اذا حدث وان بيعت المنظمة نتيجة عوامل معينة وفي فترة قصيرة فان قيمتها تساوي صافي المبالغ التقديرية بعد دفع جميع الالتزمات. واذا كانت المنظمة ذات اسهم فالقيمة الصافية التقديرية المحصل عليها، بعد خصم جميع الالتزامات وحقوق اصحاب الملكية الاخرين كالاسهم الممتازة، مقسوم على عدد الاسهم العادية تمكننا من تحديد قيمة السهم عند التصفية. وعلى كل فقيمة المنظمة عند التصفية اقل بكثير من قيمتها لو انها بقيت مستمرة كمشروع.

- **قيمة شهر المحل (Good Will):** هي عبارة عن مجموعة الصفات غير القابلة للوزن او القياس بدقة والتي تجذب الزبائن الى المنظمة، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لاي سبب من الاسباب. وهي بمثابة ارتفاع لتكلفة الاستحواذ على المنظمة المعنية مقارنة بقيمة الموجودات التي تحوزها بعد خصم حقوق الغير، والفرق هو الذي يعبر عن قيمة الشهرة.

١. ٢. **شمولية القيمة:** تظهر القيمة في الوقت الراهن كمصطلح شامل، حيث يرى كل من (Breehett & Desreumaux) بان: القيمة مصطلح نظامي متحرك والهدف من تعميم النظرة التنظيمية هو تحقيق قراءة متآلفة ومعمقة.

وبالرغم من ظهور القيمة كمعنى شامل فانها منشطرة الى قيمة تبادلية، قيمة استعمالية، قيمة محاسبية، قيمة اقتصادية وستراتيجية..الخ. ففي ظل هذا الزخم من التطورات تقول بعض المرجعيات ان عملية التمويل تنطلق من مبدأ تعظيم قيمة

السهم بمعنى اخر تعتمد القيمة التي تستطيع المنظمة توليدها وتشكيلها لزبائنها وشركائها باقل تكلفة مرفقة كاولوية لدى الاقتصادي وخاصة لدى النيوكلاسيك، الا ان السوق يعطينا تقييم لا يمكن فهمه الا بالرجوع الى سلوكيات وستراتيجيات المتعاملين.

والشكل الاتي يوضح الاشكال المختلفة لتشكيل القيمة. وجدير بالذكر انه لا يمكن فهم القيمة المعطاة في السوق دون ابراز تلك القيمة التي تبنى داخل المنظمة من قبل المتعاملين، لذا فالتوجه الجديد يكرس السوق فوق كل الحلول الاخرى.

شكل (١): الاشكال المختلفة لتشكيل المنظمة.

تشكيل القيمة للعاملين	تشكيل القيمة للزبائن		تشكيل القيمة للموردين
	قيمة سوقية		
تشكيل القيمة للشركاء	قيمة محاسبية للمنشأة		تشكيل القيمة للمجتمع
	تشكيل قيمة للمساهمين		

١. ٣. تشكيل القيمة:

اهتم الاقتصاديون الاوائل والدارسون لمصطلح القيمة بمعدل الفائدة على التدفقات النقدية وكذا الدراسات المعروفة لفيشر (١٩٠٧- ١٩٣٠) وويليامز Williams (١٩٣٨)، اللذان عرضا معنى مالي للقيمة يجمع بين سعر الموجود (او ثمنه) والدخل المحتمل الحصول عليه. فالفكر الاكاديمي الاكثر حداثة الاقرب الى تشكيل القيمة كان الاهتمام به بارزاً في اعمال كل من: هيكس HAX ومخلوف MAJLUF (١٩٨٤)، رابابورت Rappaport (١٩٨٦)، كوبلاند Copeland؛ كولار Koller ومارين Murrin (١٩٩٦- ١٩٩٠)، هولسن Ohlson (١٩٩٠، ١٩٩٢)، ستوارت Stewart (١٩٩١) وفلثام Feltham وهولسن Ohlson (١٩٩٥). وسنوضح الظروف التي ظهر من خلالها موضوع تشكيل القيمة حيث

برز بوضوح في سنوات التسعينيات من القرن العشرين واصبح بمثابة مسار ستراتيجي لعدد كبير من المنظمات، ونوضح اهم مراحل تطوره ثم تحديد اهدافه.

ونعني دائما بمصطلح تشكيل القيمة إيجاد قيمة للسهم، وانطلاقا من ذلك فهو يكرس وضع المساهم في خدمة ستراتيجية المنظمة.

١. ٣. ١. ظروف تطور المصطلح: لتطور مصطلح تشكيل القيمة وتبلوره ظروف واسباب يمكن اجمالها في العنصرين الاتيين:

أ- الحاجة في الاموال والمنافسة: لقد سمح تطور مصطلح تشكيل القيمة للمنظمات بطلب مختلف حاجياتها مما ادى الى ارتفاع اسعار الفائدة الحقيقية في سنوات الثمانينيات من القرن العشرين الشيء الذي اسهم في تسارع وتيرة المنافسة بين المتعاملين الاقتصاديين الخواص منهم والعموميين في سوق رؤوس الاموال، فساد عدم التنظيم المالي ومع صعوبة اقتناء الاموال من السوق، الشيء الذي جعل المنظمات تبحث عن معيار تحتكم اليه لتحقيق الاستقرار المالي.

ففي ظل المنافسة الشديدة من اجل الحصول على الاموال بالنسبة للمنظمات الدولية، برزت بعض من القواعد المحاسبية والمالية وظهرت ايضا مفاهيم جديدة كتشكيل القيمة. ويبدو ذلك واضحا من خلال نجاح بعض المنظمات التي تهتم بالرفع المالي، بالاضافة الى الشروط التي يمليها السوق في التقييم كانعكاس للتوجهات العلمية على المستوى المالي.

ب- بروز المساهم: العامل الثاني الذي ساهم في تطور مفهوم تشكيل القيمة يكمن في ظهور مجموعات عديدة تمثل نشاط المساهم. ففي سنوات التسعينيات من القرن العشرين تجسد ذلك في ظهور معاهد الاستثمار وصناديق التقاعد والمنظمات الاخرى لمنتجات الادخار الجماعي، والتي كانت كلها تهدف الى ايجاد مكانة للمساهم لتحقيق استقراره، حيث مكنته من المطالبة بمردودية مقبولة في اطار ظروف

السوق. وذلك لان نسبة المردودية تمثل اداة للاتصال المالي مع ما يسمى حوكمة المنظمات.

طور مفهوم تشكيل القيمة ميزته في العودة القوية للمساهم في الدول الاوربية، ولقد اتضح ذلك عند مرورها الى العملة الموحدة اليورو التي ساهمت في ابداء شفافية الاستثمارات بتشكيل محفظة مالية تتميز بالتنويع في اطار التوجهات الستراتيجية للمنظمة، مما اعطى امكانية اكبر للمساهمين لممارسة الضغوط على المنظمات.

١. ٣. ٢. اهداف ونتائج هذا المفهوم: ان لتشكيل القيمة اهداف ونتائج كثيرة نذكر فيما يأتي اهم الاهداف ثم بعدها اهم النتائج:

أ- **اهداف تشكيل القيمة:** يرتكز مفهوم تشكيل القيمة على مدخل تعاقدي فقد تم توكيل الادارة من طرف المساهمين بادارة اموالهم بالاستثمار والاحتفاظ بجزء منها في المنظمة. ولقد لوحظ في السنوات الاخيرة انفصال بين الادارة والمالكين، اذ ان الهدف الاساسي المنشود الذي تسعى الادارة الى تحقيقه هو تشكيل قيمة للمساهم، أي تعظيم ثروة الملاك في الاجل الطويل.

ان الهدف من سياسة تشكيل القيمة بالدرجة الاولى هو تعظيم قيمة الاسهم المشكلة لرأس مال المنظمة، أي تعظيم قيمة الاسهم التي يملكها المساهمون. اضف الى ذلك سياسة توزيع الارباح المحققة تشكل عنصر ايجابي للمساهمين. وباتباع اساليب التنبؤ تمكنت المنظمات اليوم من ربط مستوى الارباح المستقرة في الاجل المتوسط لتنظر الى المدى البعيد، هذا ما ساعدها على رسم ستراتجيات البقاء لمواجهة ما يصادفها من مشكلات.

فتوليد او تحقيق تدفقات نقدية كافية (حد ادنى من التوزيعات على المساهمين) يمثل في الواقع المستوى الادنى للعائد المطلوب في السوق على الاموال الخاصة، ويسمح بتحقيق هدف المنظمة التي تتبنى مسار تشكيل القيمة. لم تحقق

تدفقات نقدية كافية فعليها اعادة تشكيل محفظة للتوظيفات في نشاطها والنظر بافق اكبر كما لو قامت بالاستثمار في مشروع مربح.

فتطور مفهوم تشكيل القيمة جعل موضوع تكلفة الاموال من المواضيع المهمة، حيث ان تخفيض تكلفة رأس المال لم يعد رهن الديون لوحدها بل وحتى الاموال الخاصة، اذ ان فوائد الديون تخصم قبل فرض الضريبة فهي تحقق وفر ضريبي وعليه تكون تكلفتها اقل. فاذا علمنا ان معرفة المعدل المطلوب على الاموال الخاصة مرتبطة بعوامل عدة تتغير مع نمو السوق فهي اذا تحتاج الى ستراتيجية واضحة لدى المنظمة.

ب- **النتائج العامة لتطور مصطلح تشكيل القيمة:** نتج عن تطور مصطلح تشكيل القيمة نتيجتين اساسيتين هما:

١. **التركيز على المردودية:** لقد جعلت التطورات التي حدثت في نهاية ثمانينيات القرن العشرين المنظمة تركز على العائد نظراً لارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية في تلك المدة، ونتج عن ذلك اعادة دفع لمرجعية المنظمة ونظرتها للعائد. حيث ان تكلفة الفرصة البديلة و/ او اقتناء الاستثمارات ازدادت والسبب هو التوزيع الجيد للتوظيفات المالية المختلفة. بالموازاة شهدت نفس الفترة نمواً لمقاييس العائد وتعددها بسبب ظهور منتجات مالية جديدة اضف الى ذلك الدور الذي لعبته صناديق التقاعد في الترجيح ويتجلى واضحاً بتركيزها عند التقييم على اسس العائد.

عادة ما ينتظر المساهمون عائد مناسب يأخذ بعين الاعتبار اسعار الفائدة والخطر الملازم للمنظمة...الخ، هذا ما جعل كبرى المنظمات العالمية تهتم بالعائد الذي يمنح للمساهم، واما بالنسبة لصناديق التقاعد فانتشار مفهوم تشكيل القيمة جعلها تتبنى اجراءات التحكيم واعادة التخصيص المتكررة في تركيبة محفظتها المالية حسب التقييم الوارد حول اسهم المنظمات المشكلة للمحفظة الشيء الذي ساهم في تمركز المنظمات حول العائد واعادت تعريفها لتوجهاتها الستراتيجية.

٢. تغيير نمط ادارة المنظمة: ان تغير اتخاذ القرارات على مستوى المنظمة وسبل ادارتها اعطى لها شفافية في الادارة ذلك ان الادارة تدمج السلطة الثانية المتمثلة في المساهمين وباقي الشركاء كنتيجة لتجسيد مفهوم تشكيل القيمة. وقد قام المديرون في اطار القرار المالي الستراتيجي بعرض النشرات المالية المختلفة.. بالاضافة الى تقرير لجنة المراقبة باعتبار ان هذه الاخيرة مستقلة عند اعدادها لتقريرها حول نشاط المنظمة اضف الى ذلك عنصر مهم يتعلق بسياسة التوزيعات للارباح، فقد حقق المديرون في تسعينيات القرن العشرين جزءا من التوزيعات ويتجلى ذلك من خلال مؤشرات التقييم والعائد. تكشف هذه الوضعية عن ارتباط مباشر بين تشكيل قيمة للمساهمين مع عمل الادارة اي ان عمل هذا الاخير مرتبط بعوائد السهم.

٢. اسس ومرجعية تشكيل القيمة: لا يعتبر مفهوم تشكيل القيمة حديثاً، فقد تناوله مارشال ١٨٩٠ تحت اسم الربح الاقتصادي ويعرفه بأنه "رأس المال المستثمر مضروب في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال". كما يعرفه بأنه "الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد حسم مكافأة رأس المال" اما Donaldson Brown فقد تناول المفهوم في مقال كتبه سنة ١٩٢٤ حول شركة جينيرال موتورز بقوله "ان هدف الادارة ليس بالضروري تحقيق مردودية عالية على راس المال، لكن اكثر من ذلك: ضمان ان كل نمو في النشاط يحقق ربح على الاقل مساو لتكلفة رأس المال الاضافي المطلوب".

هكذا اصبح فيما بعد موضوع تشكيل القيمة المحور الاساسي في مناقشات الادارة والمهتمين من دارسين ومحللين امثال Felix Bogliolo، Marc Pecuyer، البروفيسور Denis Dubois، وغيرهم. ذلك لانه يخدم ويعالج المعضلات المتعلقة باتخاذ القرارات الحساسة مثل: الامتناع عن عملية الاستثمار، التوقف عن النشاط وانخفاض الفاعلية... هذه المشكلات تعلن باسم تشكيل القيمة.

وحقيقة الامر ان فكرة تشكيل القيمة تعارض بشدة القرارات المتعلقة بالمسائل السابقة الذكر، على الرغم من ان المنظمات التي تحقق عائد مرتفع او مجزي تتخذها كذريعة على حسن الادارة واستعراضاً لقدراتها على مختلف الشركاء، كالعمال، الزبائن والمساهمين..الخ تعبيراً منها على قدرة لا نهائية، ومن هنا تبدأ فكرة تشكيل القيمة.

يقول Marc Pecuyer وهو محلل مالي مهتم بشؤون البورصة بأنه قام بطرح سؤال على مجموعة من الشباب: هل كل منظمة تحقق ارباح هي منشأة مربحة؟ فاجابه اغلبهم بنعم، ثم عاد وطرح السؤال ثانية وبصيغة اخرى، هل كل المنشأت التي تحقق ارباح تشكل قيمة؟.

وللاجابة على هذه الاشكالية كان من الضروري استخدام مداخل التقييم ومنها مدخل EVA و MVA الذي قدمه مكتب الاستشارات .Stern, Stewart& Co وايضا نسبة Q لـــ Tobin ومؤشر العائد الاجمالي على السهم (Totale TSR (Shareholder Return ومؤشر العائد الاجمالي الدفتري (Totale Book .TBR (Return

وجميع هذه المداخل تتبنى تشكيل القيمة وترتكز على عنصرين هما:

- المردودية (او النتيجة الاقتصادية).

- تكلفة الاموال: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال " WACC: Weighted Average Cost of Capital" ومن هنا فانه لا يمكن الحكم على نشاط المنظمة، كما لا يمكن القول بانها تمكنت من تشكيل قيمة ام لا الا بالعودة على الفرق بين المردودية وتكلفة الاموال وهذا ما ذهب اليه Marc Pecuyer.

فمن وجهة نظر المساهمين، المنظمات القادرة على توليد قيمة اضافية في السوق والتي توزع الارباح لمساهميها هي التي تكرس فعلاً مبدأ المشاركة في القيادة

وايضا تأخذ بشكل ونمط الادارة الحديث. وهذه الاخيرة جاءت نتيجة تنامي دور المساهم، لذا فاعطاؤه مكانة في الادارة عزز من دوره في اتخاذ القرارات والرقابة مع بقية الشركاء، كالعمال...

وقد حولت المعطيات الجديدة توجه المنظمة من مجرد الجري وراء رفع المردودية او تعظيم الربحية لابراز قدراتها في السوق الى البحث عن سبل جديدة تحقق لها تشكيل القيمة او قيمة للسهم. ذلك ان تحقيق معدلات عوائد عالية يعد مؤشراً غير كاف للحكم على ما استطاعت المنظمة تقديمه لماليكها والعكس اي انه اذا حققت المنظمة معدلات عوائد منخفضة فهذا لا يكفي للحكم على نشاطها والدليل على ذلك انه يمكن ان نجد منظمتين في السوق الطلب على اسهم احداهما (الاولى) اعلى من الاخرى (الثانية) بالرغم من تحقيق هذه الاخيرة عائد اكبر، وذلك مرده - على الارجح - ان المستثمر لا ينظر الى العائد وحده بل يأخذ بعين الاعتبار عنصري التكلفة والخطر...

ويمكن حصر اهم اسس تشكيل القيمة اجمالاً في ثلاثة عناصر هي المنظمة وهدف تعظيم ثروة الملاك، تشكيل القيمة ورأس المال، بالاضافة الى مستوى العائد.

٢. ١. المنظمة وهدف تعظيم ثروة المالكين: الانموذج الذي يعتقد انه يشكل قيمة هو عبارة عن حصيلة لمدخل تعاقدي بين الادارة والمالكين، والذي يهتم بثروة المنظمة، حيث يسهل على المساهمين اختيار الادارة، كما يسهل عملية اعداد التقارير حول الاجراءات والمقاولين مع المنظمة وايضا المتعاقدين الاخرين واصحاب المصالح او الشركاء. كما ان هذا الانموذج يسمح بمقارنة هذه التقارير مع نشاط الغير بهدف تشكيل قيمة للمساهم وعلى العموم فالنماذج التي تعتمد على مبدأ القيمة لا تختلف عن نظريات الاقتصاد الجزئي النمطية.

٢. ٢. تشكيل القيمة ورأس المال: تكلفة راس المال في ظل توجه تشكيل القيمة ليست هي تكلفة الديون فقط، لان الاموال الخاصة ليست مورد عديم الفائدة. باعتبار

السهم اصل ذو خطر وحامله يطلب معدل عائد مرتفع، فان لم تسدد علاوة وحقوق اصحاب راس المال بشكل مناسب وملائم، فان سلوكهم في السوق يتضح من خلال توجههم الى قطاع اخر (بديل) قادر على تقديم عوائد اعلى.

لهذه الاسباب مجتمعة فان تكلفة الاموال لا تتحدد من قبل ادارة المنظمة التي تتولى عملية دفع الارباح، فهذه النظرة تقليدية ونلمسها في نماذج تقييم الاسهم، حيث انها ترتكز على القيمة الحالية للارباح. غير ان هناك تكلفة الفرصة البديلة (كمحدد) للتوظيف في نفس مستوى الخطر المرتبط بالمنظمة وكذلك ظروف السوق، وايضا عند نفس مستوى المردودية الكلية للاسهم المتمثلة في الارباح وفائض القيمة الرأسمالية في رأس المال القطاعي او في السوق. بمعنى اخر تكلفة الفرصة البديلة تعتبر كمحدد لعوائد ومعدلات مردودية موجودات المنظمة للمالكين في السوق وليس العكس.

٢. ٣. مستوى العائد: المنظمة التي لا تعمل عند مستوى عائد اما اعلى من تكلفة الموارد المستخدمة (الديون + الاموال الخاصة) او على الاقل مساو لها، فلا جدوى من البحث عن الاستثمار والتنويع وعليها ان تستخدم التدفق النقدي المتاح الذي يسترجعه المساهم (Free Cash– flow Disponible) في شكل ارباح استثنائية او بشرائها للاسهم.

تمكن هذه العناصر المتعاملين من خارج المنظمة من معرفة حالة المنظمة من خلال تقييم تكلفة الفرصة البديلة للاستثمارات. أما داخليا فهي تمكن المنظمة من تحديد وتقييم الوضع الحالي والمستقبلي، من خلال اعتماد معطيات متوقعة ومراعاة لتطور السوق ككل وبالتالي بناء ستراتيجية تحقق بها اهداف جميع الاطراف والشركاء من خارج المنظمة.

ثانيا: مقاييس التقييم وتشكيل القيمة:

في ظل العدد الهائل من ادوات التحليل والتقييم المستخدمة في السوق، او ما يطلق عليها البعض ثورة مقاييس التقييم، تبقى مشكلة التقييم المثالي الذي يراعي جميع الاحوال والعوامل امراً صعب التحقيق، وذلك لوجود نقائص تتعلق بالمقياس ذاته او بعوامل خارجية مؤثرة على عملية التقييم. هذا بالاضافة الى انها ممكن ايضا ان تتعلق بممارسات غير سليمة في السوق والتي من شانها ان تشوه فعالية التقييم.

سنحاول التذكير بتطور مفهوم قيمة الملكية لحملة الاسهم قبل عرض اهم المقاييس والمؤشرات، لان اغلبية المنظمات تعتمد قيمة ثروة الملاك كافضل مقياس للاداء وفاعلية الستراتيجية المتبعة. وذلك يعني الاهتمام بالمقياس الاقتصادي الذي بني على مبدأ القيمة وترك المقاييس المحاسبية المختلفة مثل: ROE (العائد على حقوق الملكية)، ROI (العائد على الاستثمار)، EPS (حصة السهم من الارباح Eearning Per Share)،...

ومن بين التعريفات التي تناولت قيمة الملكية هناك تعريف شائع الاستخدام والذي يرى في قيمة ثروة حملة الاسهم بأنها (حصيلة مجموع الارباح الموزعة مضافا اليها الزيادة في قيمة الاسهم). ومن هذا التعريف نجد ان الاشارة واضحة لارتباط الاسهم كقيمة بالدخل النقدي المخصوم، أي العائد المتوقع لحامل الاسهم كتوزيع من الربح وبالتالي قيمة السهم، واشارة لدور القيمة الاقتصادي بما اننا نتكلم عن الدخل النقدي المخصوم DCF (Discount Cash– Flow) ودوره في تحديد ستراتيجية المنظمة والادارة.

سنحاول فيما يأتي عرض اهم المقاييس مع التركيز على نقاط ضعفها، ثم بيان المقاييس الرائدة اليوم التي تعتمد على معنى القيمة الاقتصادية. ولذلك تم تقسيم هذه المقاييس الى تقليدية واخرى حديثة مع عرض موجز لتطورها التاريخي في البداية ثم محاولة التفصيل في عدد معين منها بقسميها التقليدية والحديثة.

١. **مقاييس التقييم وتطورها التاريخي:** تتميز مؤشرات تقييم الاداء بالحركة والتجدد وعملياً فان كل مدة لها معاييرها الخاصة في تقييم الاداء. سيتم تقسيم هذه المدد حسب مدى تبلور فكرة تشكيل القيمة وعدم تبلورها كمدخل تطبيقي تستخدمه المنظمات في ميدان العمل الى مرحلتين اساسيتين كما يأتي:

١. ١. مرحلة ما قبل سنة ١٩٩٠: وهي بدورها تقسم الى:

١. ١. ١. الى غاية ١٩٧٠: اهتمت معايير الاداء في هذه المدة بحجم المنظمة معبراً عنها بـــ:

- قيمة الموجودات.
- رقم الاعمال.

١. ١. ٢. ١٩٧٠ الى ١٩٨٠: اعتمدت معايير الاداء اساساً في هذه المدة على العوائد المحاسبية وتقاس بـــ:

- الارباح الصافية NET.
- الارباح الصافية للسهم Net Par Action.
- ربحية السهم الى سعره PER: Price Earning Ratio.

١. ١. ٣. من ١٩٨٠ الى ١٩٩٠: المعيار المفتاحي للتقييم كان (قيمة السيولة المولدة) والتي تقاس بالمؤشرات المختلفة التي تعتمد على التدفقات النقدية Cash–Flow مثل معيار:

- التدفقات النقدية المخصومة (DCF: Discount Cash Flow).
- صافي القيمة الحالية (NPV: Net Present Value).

١. ٢. مرحلة ما بعد سنة ١٩٩٠: وفيها تبلورت فكرة تشكيل القيمة على مدتين:

١. ٢. ١. من ١٩٩٠ الى ٢٠٠٠: برز مفهوم تشكيل القيمة علمياً وقد اهتم كل من المستثمرون والمنظمات بـ:

- العائد على الاموال المستثمرة.

- القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA.

- العائد الاجمالي على القيمة الدفترية (TBR: Total Book Return) والعائد الاجمالي للسهم (TSR: Total shareholder Return).

- نسبة Q (TOBIN).

١. ٢. ٢. من ٢٠٠٠ الى اليوم: تشكيل القيمة في اطار التنمية المستدامة، وفيه تبحث المنظمات عن تعريف للرافعة التي تسمح بتشكيل القيمة وتجعل مجموعة الافراد والشركاء في الخدمة.

٢. اهم المقاييس التقليدية والحديثة:

٢. ١. **المقاييس التقليدية:** تمثل جميع المداخل التي تقيس المنشاة في لحظة معينة ولا تأخذ بالتغيرات بعد ذلك، فمثلاً: ROE (العائد على حقوق الملكية) غير ملائم للتقييم اذا حدثت تغيرات على مستوى سعر الفائدة او طرأت تعديلات في الهيكل المالي للمنظمة هذا على مستوى المدى القصير، اما على مستوى المدى الطويل فنجد مؤشر القيمة الحالية للتدفقات النقدية، والذي يأخذ بالقيمة في سنواتها ويعتبر مهم لدراسة قدرات الاستثمار المعني للمنظمة المحددة. ولكن بصورة عامة يمكن التفرقة بين نوعين من المؤشرات وذلك بسبب مدى الاستخدام، حيث يمكن ان نلاحظ ان هناك مؤشرات للمدى القصير واخرى للمدى البعيد.

٢. ١. ١. مؤشرات المدى القصير: نذكر منها:

أ- نسبة القيمة السوقية الى العائد (Price/ Earning Ratio) ومضاعف العائد (Earning Multiple) وهي من المعايير الاساسية لتقييم الاسهم والسوق معاً، لان المضاعف المتوسط لجميع الاسهم في السوق يبين مدى تناسب اسعار الاسهم مع عوائدها عند المقارنة في الاسواق العالمية.

وتعطى نسبة القيمة السوقية الى العائد بالعلاقة الاتية:

PER = قيمة سعر السهم العادي في السوق ÷ العائد الصافي للسهم الواحد (B. N. p. A)

PER=Prix de laction/ B.N.P.A

وتعطى ايضاً بالقيمة الاتية:

PER = (القيمة السوقية للاسهم العادية المكتتب بها ÷ صافي الارباح بعد الضريبة)

تكون العوائد السنوية في جميع الحالات تحت الدفع، وكتحليل لمؤشر نسبة القيمة السوقية للسهم الى العائد PER فان تطوره يبين تشكيل قيمة للسهم، مع انها غير صالحة الا للمنظمات من نفس القطاع، فمعرفة سعر السهم في السوق المالي يعتبر معطى غير كافي. وعليه ينبغي تحديد العلاقة بين سعر السهم وربحيته، أي تحويل الاسهم الى وحدات عامة ومشتركة والهدف من تحويل الاسهم الى وحدات عامة هو تسهيل المقارنة بين اسهم المنظمات، أي تحديد تكلفة شراء كل دينار من ارباح المنشأة المعنية.

ب- عائد السهم الواحد (دينار) (EPS: Earning Per Share) ويطلق عليه ايضا نسبة العائد الصافي لكل سهم وتعطى علاقته كما يأتي:

EPS (دينار) = العوائد المحققة من المنشأة ÷ عدد الاسهم العادية المشكلة لراس المال

او: عائد السهم الواحد (دينار) = صافي الارباح بعد الضريبة ÷ عدد الاسهم العادية المكتتب بها

ولعائد السهم الواحد اهمية في:

- **التمويل:** رفع رأس المال الخاص بالمنظمة.

- **اداة دفع:** اما بتبادل القيم (OPE)، او لتحقيق الزيادة بالتقسيم على عدد الاسهم المكونة لراس المال.

وتمكن هذه النسبة المساهمين من معرفة ما اذا كانت المنظمة قادرة على توليد دخل اضافي ام لا.

ومع ذلك لا تعتبر نسبة عائد السهم الواحد (EPS) ذات اهمية قصوى في قياس العوائد بدقة كبيرة ولذين المؤشرين (PER و ESP) مساوئ تتمثل في انهما:

- لا يهتمان بتكلفة اموال الاستثمار.

- لا يمكن اعتمادهما كاداتين ستراتيجيتين لانهما لا يصلحان الا في المدى القصير.

ج- مردودية الاموال او العائد على حقوق الملكية (ROE).

وهي نسبة تقيس عائد الاموال الخاصة المستخدمة وتربط بين النتيجة الصافية للاستغلال ومبلغ الاموال الخاصة اي: ROE = النتيجة الصافية ÷ الاموال الخاصة. ويمكن تفصيل هذه العلاقة كما ياتي:

ROE = (النتيجة الصافية ÷ الموجودات) × (الموجودات ÷ حقوق الملكية)

ROE = العائد على الاصول (ROA2) × معامل الرفع المالي

وتعطي نسبة العائد على حقوق الملكية للمستثمرين ولادارة المنظمة والبنك على الخصوص معلومات حول قدرة المنظمة على تحقيق ارباح للمساهمين، هذه النسبة تجمع بين نسبة العائد على الموجودات ونسبة الرفع المالي، فالاولى تسمح بقياس كفاءة المنظمة والثانية تبين حجم اموال الغير كنسبة الى الاموال الخاصة. للاشارة فعائد الموجودات في البنك اقل بكثير من مثيله في المنظمات الاخرى، لذلك فالبنك مضطر لاستخدام الرفع المالي لتحقيق عائد معقول. ونسبة العائد على حقوق الملكية تسمح بــ:

- قياس مردودية الاموال الخاصة للمستثمرين والمساهمين.
- مقارنة العائد المنتظر مع الاخطار الممكنة.

العائد على الاستثمار (ROI): حتى تحقق المنظمة اشباعا لمساهميها وسعياً منها لضمان بقاءها يكون عليها تحقيق مردودية تتلائم ومطالب المساهمين. فما يهم المستثمر في اسهم أي منظمة هو مقدار زيادة الثروة التي يحصل عليها مقابل استثماره في الاسهم وتأتي هذه الثروة من عائد الاستثمار الذي يتكون من الارباح التي توزعها المنظمة ومن التغيير في سعر السهم في السوق.

ومن ثم على ادارة الاموال قبل اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار تحديد ما اذا كانت هذه الاخيرة ترفع من قيمة المنظمة وبالتالي ثروة المساهمين ام لا، والاستثمار لا يقبل الا اذا كان يتوقع قدرته على تشكيل قيمة تساوي قيمته المبدئية. ويمثل العائد على الاستثمار (ROI) القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال مدة الاستثمار ولحساب القيمة المحققة من الاستثمار نضيف لتدفقات الدخل المحصل عليها في النشاط الجاري لتدفقات الدخل المتوقع الحصول عليها في السنوات اللاحقة بمعدل القيمة الحالية، وهذا المعدل تحدده المنظمة انطلاقاً من معدل التوظيف الى السوق المالي والخطر المتعلق بالمنظمة واخطار السوق والمنافسة... الخ.

يقدم حساب معدل العائد على الاستثمار للمستثمر والادارة رؤية حول المشروع، فهو يبين لهم ما اذا كان هذا المشروع يقدم عوائد اعلى من تكلفة الموارد المستخدمة فيه ام لا. فاذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية سالبة تحتم على ادارة المنظمة ان تعمل على تخفيض رأس مالها، والعكس في حالة تحقيقها لمردودية اعلى من تكلفة الوارد، في هذه الحالة يمكنها تقديم مكافآت وتوزيعات للمساهمين. وقد تعمل على رفع رأس مالها ولو بعملية حجز لجزء من ارباحها اذا سمحت الخطط الستراتيجية والا قامت باستقطاب الاموال من بدائل اخرى. ويمكن حساب العائد على الاستثمار حسب المعادلة:

ROI = صافي الارباح بعد الضريبة ÷ مجموع الاموال المستثمرة

٢. ١. ٢. **مؤشرات المدى البعيد:** ممثلة في مؤشر وحيد هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية حيث:

* القيمة الحالية للتدفقات النقدية: بعد اعادة تقييم التدفقات النقدية المستقبلية:

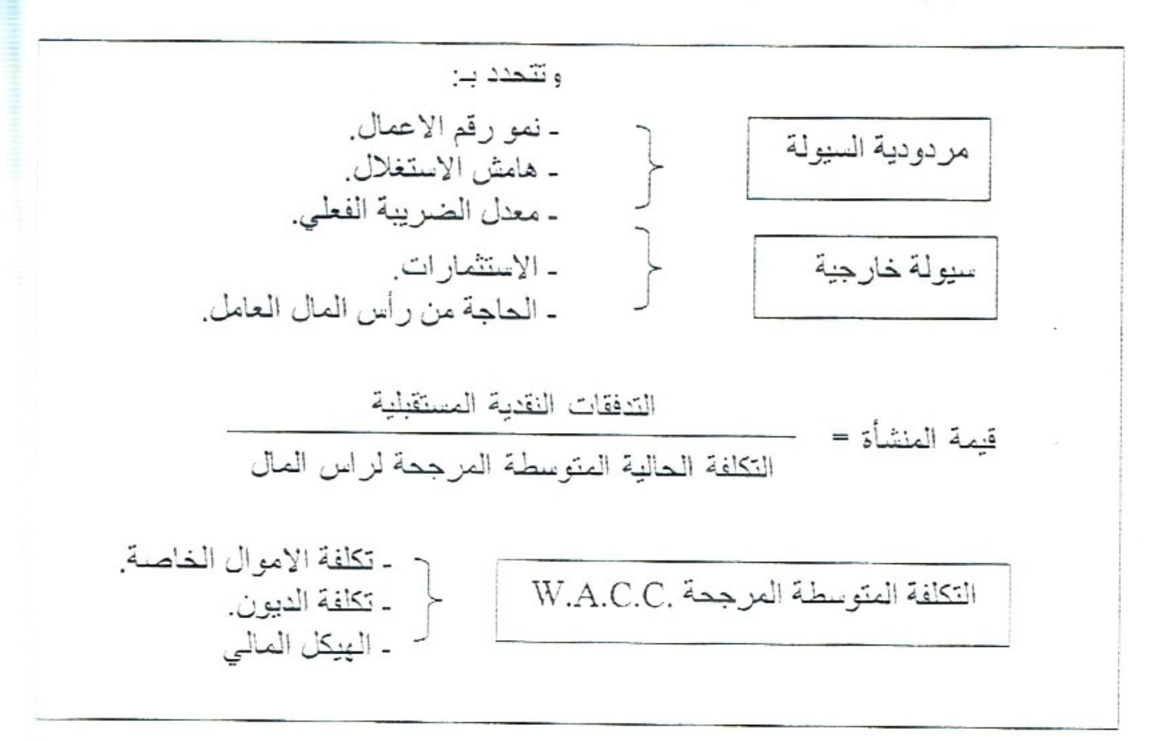
- نقارن القيم الحالية بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس الاموال.

- من مزاياها انها تأخذ بعين الاعتبار كل من تكلفة الديون ومبلغ الاموال الخاصة.

- صالحة وتوافق اكثر الاستثمارات التي تولد عوائد في مدة اطول.

ويطلق على هذا المؤشر ايضا القيمة الحالية الصافية NPV (Net Present Value) والذي يهتم بالتدفقات النقدية كما يهتم بتكلفة راس المال. فالاهتمام بالتكلفة ننظر اليه كعلاقة مع العوائد المحققة للمستثمر والمساهم بصفة خاصة، والشكل الاتي يوضح العلاقة بين التدفقات النقدية المتاحة وقيمة السهم.

الشكل (٢): العلاقة بين التدفقات النقدية المتاحة وقيمة السهم.



٢. ٢. **المقاييس الحديثة:** من بين اشهر المؤشرات على المستوى العالمي والتي تحتل على الاقل مكانة معتبرة لدى اكبر المنظمات الانتاجية وايضا الخدمية، أي المتخصصة في تقديم الخدمات، وكذا المالية نذكر:

٢. ٢. ١. مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار Cash- Flow Return on Investment: يرمز له بـــCFROI، وهو عبارة عن معدل العائد المحقق من استثمارات المنظمة وعند مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة للراسمال (WACC) نستطيع معرفة ما اذا شكلت قيمة ام لا. فالفارق بين عائد التدفق النقدي على الاستثمار والتكلفة مضروباً في مبلغ الاستثمار يعطينا اجمالي المردودية التي استطاعت المنظمة تحقيقها. والهدف من هذا المؤشر هو تقييم المنظمة ككل عن طريق تطبيق التقنيات المالية لاختيار المشروع او الاستثمار الملائم وتمويله ايضا.

ولحساب هذا المؤشر يجب معرفة التدفقات النقدية التشغيلية بعد الضريبة (-Cash Flow OCF: Operating) والتي تحسب:

التدفقات النقدية التشغيلية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة + الاهتلاكات + مؤونات الاستغلال – الحاجة من راس المال العامل للاستغلال.

وبفضل هذه التقنية فان منظمة "Veba Management System" حققت نجاحاً باهراً منذ سنة ١٩٩٣ اعتماداً على مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI الذي تستخدمه دورياً. والذي يمكن حسابه بالمعادلة الاتية:

$$CFROI = \frac{\text{التدفقات النقدية للاستغلال بعد الضريبة (DCF: Discount Cash Flow)}}{\text{مجموع الاموال الاقتصادية الخاصة}}$$

وتعطى المردودية الاقتصادية بـــ:

$$\text{المردود الاقتصادي} = \frac{WACC- CFROI}{\text{مجموع الاموال الاقتصادية الخاصة}}$$

فموشر CFROI هو المعدل الحالي الموافق للتدفقات النقدية التأريخية للاستغلال المحققة (خلال مدة الاستثمار). ويعتبر هذا المؤشر من بين المؤشرات الذي تعتمد على القيمة الاقتصادية ومن مزاياه انه يمكن استخدامه لتتبع اتجاهات المنظمة من الاجل الطويل. ذلك لانه يمكننا من تحديد مرحلة النضج ومرحلة تباطؤ النمو وينعكس ذلك على قيمة المنظمة في السوق من خلال شهرة المحل سلباً او ايجاباً.

وخلاصة القول فان عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI يعتبر كاداة لتحديد اسعار الاسهم في المستقبل والتنبؤ، وغالباً ما يستخدم قيمة المنظمة في

ستراتيجيات الهيمنة (أي ادارة المنظمة وتوجيهها بما يخدم مصالح المهيمن...) من قبل منظمة اخرى تسعى لذلك.

٢. ٢. ٢. مؤشر القيمة النقدية المضافة (CVA: Cash Value Added):

ويطلق على مؤشر القيمة النقدية المضافة التدفق النقدي المتبقي، وهو عبارة عن التدفق النقدي الصافي بعد طرح تكلفة رأس المال. ولاجل ذلك سنقوم بحساب التدفقات النقدية المعدلة (Adjusted)، وحتى نجعل التدفق النقدي اكثر دقة، فانه يمكن اجراء المزيد من التعديلات منها، تعديلات تتعلق بنفقات البحث والتطوير R & D ، فاذا حصلنا على قيمة موجبة معنى ذلك انه تم تشكيل قيمة اضافية للملاك.

٢. ٢. ٣. أنموذج شهرة المحل: شهرة المحل هي تعبير عن قيمة معنوية اضافية اعطيت للمنظمة ونلمسها كما يأتي:

القيمة السوقية للسهم = قيمة الثروة الموجودات الصافية للمنظمة + شهرة المحل.

بمعنى اخر نتمكن من تقدير شهرة المحل كقيمة اضافية نحسم من القيمة السوقية مقدار قيمة الموجودات الصافية، أي:

شهرة المحل = القيمة السوقية للمنظمة - قيمة الموجودات الصافية (قيمة ثروة المنظمة).

حيث يسمح الفرق بين قيمة المنظمة في السوق وقيمة الموجودات الصافية بمعرفة ما اذا كان للمنظمة قيمة اضافية عند تقييمها ام لا وهناك حالتين:

- قيمة المردودية اكبر من قيمة الموجودات، معناه المنظمة حققت قيمة اضافية.

- قيمة المردودية اصغر من قيمة الموجودات معناه المنظمة هدمت قيمة.

وعلى اية حال فان مجمل التغيرات التي تطرأ على المنظمة تنعكس على السوق المالي كقيمة معنوية، فاما ايجابية ويطلق عليها Goodwill او سلبية ويطلق عليها Badwill وهاتان الحالتان هما نتاج تظافر عوامل عدة منها:

- جهد الادارة.
- علاقة المنظمة بالبيئة الاقتصادية.
- هيكل وتنظيم المنظمة.

٢. ٢. ٤. نسبة Q لجيمس طوبان: من بين المؤشرات التي تهتم مباشرة بالقيمة السوقية وتقارنها مع القيمة المحاسبية لابراز تشكيل القيمة التي تكون في السوق، او التي تتحقق في السوق باستعمال نسبة Q لجيمس طوبان James Tobin، وتعطى بالعلاقة الاتية:

$$Q = \frac{\text{القيمة السوقية للمنظمة}}{\text{قيمة استبدال الموجودات}}$$

اذا كان Q> 1 معناه المنظمة استطاعات تشكيل قيمة لان القيمة الحالية للمداخيل التي يتوقع الحصول عليها مستقبلاً اعلى من القيمة المحاسبية التي اعتمدت من خلال العقود التي تتم في السوق.

وهناك نسب اخرى هي القيمة السوقية للسهم الى القيمة الدفترية Market Value To Book Value وتعطى بالعلاقة الاتية:

$$\text{القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (Market To Book Ratio)} = \frac{\text{القيمة السوقية للاسهم المكتتب بها}}{\text{الاموال الخاصة}}$$

والقيمة الدفترية للسهم الواحد عبارة عن حق الملكية العادية مقسوم على عدد الاسهم العادية، فلو نسبنا سعر سهم عادي في السوق الى قيمته الدفترية حصلنا على مؤشر يوضح ما يصنعه السوق من قيمة قياسا بما هو مسجل في دفاتر المنظمة.

٢. ٢. ٥. العائد الاجمالي على القيمة الدفترية TBR والعائد الاجمالي للسهم TSR

TBR (Total Book (Business) Return) و TSR (Total Shareholder Return) هما مؤشران يستخدمان معاً، حيث الاول يستخدم للتقييم الداخلي الذاتي والثاني لتحديد تقييم تشكيل القيمة من وجهة خارجية. ومقارنة العائد على القيمة الدفترية (TBR) مع التكلفة المتوسطة المرجحة لراس المال يعطينا فارقا يحدد ما اذ استطاعت المنظمة تشكيل قيمة ام لا.

والعائد الاجمالي للسهم TSR يقيس ويوضح ما تستطيع المنظمة المسعرة في البورصة تحقيقه لمساهميها في مدة محددة. وبالتالي فان القيمة في السوق تتمثل في سعر شراء السهم الزائد المتوقع من التوزيعات الخاصة او الارباح (Dividendes) والقيمة المضافة خارج المبيعات. يسمح TSR كمعدل عائد داخلي (TRI) بمعرفة معدل المردودية السنوي للاستثمارات في مدة معينة ومن سلبياته انه:

- لا يهتم بتقسيم الوقت او بتجزئته.
- هذه الطريقة تتركز على توافر معلومات دقيقة في السوق، والسوق دائماً محفوف بالمخاطر سواء العامة او الخاصة بالموجود المعني.

٢. ٢. ٦. انموذج القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة (EVA و MVA):

من بين اهم المداخل الحديثة التي اثارت اهتمامات الادارة واصحاب الاختصاص- على العموم- واعطت صبغة شاملة لمفهوم تشكيل القيمة في جانبه الفلسفي والعملي ايضاً، مدخلي EVA و MVA فعلى الرغم من وجود عدد هائل من

مؤشرات التقييم المقترحة والتي تتميز بكثرة النقائص ومحدودية في التطبيق وفوق هذا وذاك فان اغلبها ليست ديناميكية، فجميع المداخل او المؤشرات المقترحة من قبل مكاتب الاستشارات المتخصصة تتفق على تبني مفهومي او مدخلي:

- النتيجة الاقتصادية.

- تكلفة الاموال.

الا ان الاختلافات فيما بين هذه المداخل تقتصر في اغلب الاحيان على طريقة المعالجة ومدى ترابطها:

- البنية المالية وبيئة المنظمة.

- السوق بشكل عام (نشيط، منافسة، اخطار، القوانين التي تحكمه،..).

- الطرائق المحاسبية (التي تتغير مع تغير نشاط المنظمة).

ومن الجدير بالذكر بشكل عام التذكير بالقيمة، والتي تعطى بالعلاقة الاتية:

القيمة = النتيجة الاقتصادية- تكلفة الاموال

وفي حديثنا حول تكلفة الاموال، فالمقصود بها تكلفة جميع ما لدى المنظمة من موارد، أي تكلفة الاموال الخاصة وتكلفة الديون او اموال الغير. مع الاخذ بعين الاعتبار ارتباط الديون بمعدل الاقتناء في السوق وهو سعر الفائدة، اما الاموال الخاصة فانها تأخذ مرجعياً بمعدل التوزيعات العادية عليها. والهدف النهائي من ذلك هو زيادة قيمة السهم ومن ثم تقديم قيمة اضافية للمساهمين. بمعنى اخر زيادة النتيجية الاقتصادية على التكلفة الكلية وبالتالي تشكيل قيمة للملاّك، والقيمة الاقتصادية المضافة تمثل الفرق بين نتيجة الاستغلال وتكلفة الاموال وتعطى بالعلاقة الاتية:

EVA = + النتيجة الاستغلالية بعد الضريبة (RE)− اموال الاستثمار × التكلفة المتوسطة المرجحة للموال (CE.WACC).

EVA = القيمة الاقتصادية المضافة او التدفقات النقدية (في شكل سيولة) بعد جمع التحويلات الممكنة والحسومات.

CE = تمثل راس المال المعبء والذي يتكون من: اموال خاصة + اقساط الاصدار كقيمة خامة متراكمة + مؤونات وشبه اموال خاصة + ديون مالية صافية من سلف الخزينة.

RE = نتيجة الاستغلال وهي نفسها النتيجة الاقتصادية.

WACC = التكلفة المتوسطة المرجحة للاموال.

وانطلاقا من تحديدنا للتدفقات النقدية للقيمة الاقتصادية المضافة EVA يمكن تحديد القيمة السوقية المضافة MVA (Market Value Added) اخذين بعين الاعتبار عنصر التكلفة، حيث:

MVA = القيمة السوقية (Market Value) − مجموع الاموال (Total Capital)

او

$$MVA = \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA}{(1+WACC)^t}$$

و MVA = القيمة الحالية لمجموع قيم EVA المستقبلية

٣. تشكيل القيمة ومحددات تكلفة الاموال:

يعتبر تطور الادارة المالية خلال العقود الماضية خطوة فعالة ومهمة على الصعيدين الستراتيجي والسوقي، فقد كان الباحثون والدارسون يبحثون عن الية

يتفقون عليها ازاء تحديد القيمة، وبالاحرى قيمة السهم. ولهذا الغرض اقيمت عدة دراسات كمحاولة لتحديد الهدف النهائي للمنظمة باستخدام عدد هائل من المقاييس، وقد توصلوا في النهاية الى:

- هدف المنظمة النهائي: هو تشكيل القيمة.

- تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة يسهل على المنظمة رسم ستراتيجيتها تماشياً وتطور السوق.

لكن كيف يمكن تحديد تكلفة الاموال بدقة؟ وكيف تتمكن ادارة المنظمة من ضبطها؟.

لنعد الى بداية الاهتمام بالتكلفة، فلعل التطورات التي حدثت في الثمانينيات من القرن العشرين اهتمام المنظمة بالعائد وبروز المساهم كقطب فاعل بعد ذلك وارتفاع اسعار الفائدة احدث اهتزازات في اسواق الاوراق المالية والقروض ايضا، وجعل من ادارة المنظمة الواحدة تعيد النظر في عدد من الاموال منها، التكلفة التي تتحملها فعلاً، وبالتالي تم اولا تكريس مفهوم تكلفة الموارد الكلية لدى المنظمة والتي يقصد بها محاسبياً تكلفة الديون المالية والتي تدون في السجلات المحاسبية، والتي بدورها يمكن لاي متعامل اقتصادي الرجوع اليها، بما ان المنظمة مطالبة بالافصاح المالي من خلال النشرات المالية المختلفة، وتقرير لجنة المراقبة حول نشاط هذه المنظمة.

اما العنصر الثاني المشكل للتكلفة فيتمثل في تكلفة الفرصة البديلة، وتكلفة اقتناء الاموال الخاصة. وبالرغم من عدم تقيدها محليا الا انها ذات اهمية بالغة، ذلك ان ادراجها او عدم ادراجها يعطينا حالتين مختلفتين بالنسبة للمستثمر والمتعامل الخارجي. حيث ان الاخذ بها ينم عن شفافية وعدم تشويه للتكلفة أي معرفتها بشكل دقيق نسبيا، فالمنظمة لم تكن لتهتم بمفهوم التكلفة لولا تبنيها مداخل القيمة. وهذه

الاخيرة ترجع وتأخذ بالتكلفة الكلية لاموال الاستثمار انطلاقاً من ما يمليه المستثمر في السوق على محفظة الاوراق المالية.

شكل (٣): محددات ثروة المستثمر.



فالعائد المتوقع يقيس قدرة المنظمة على تحقيق عائد ملائم بالنظر الى تطور السوق. اما المخاطر فمن الصعب تحديدها بدقة نظراً لعدة عوامل تتعلق بطبيعة ونوع الاستثمار، ناهيك عن المخاطر الاخرى النظامية وغير النظامية.

لكن العائد والمخاطرة علاقتهما طردية، حيث كلما حقق المستثمر عائد اعلى تحمل درجة مخاطرة اكبر، والعكس اذا كان المستثمر يرغب في الحصول على اوراق (صكوك) مالية ذات عائد اقل او مقبول، فيكون والحالة هذه قد قلص من المخاطر المحتملة. حيث ان المستثمر في السوق دائماً وابداً يتخذ سلوكاً بناء على توقعاته لنشاط المنظمة المستقبلي.

ومن هنا فان تحديد المخاطرة تعتبر اشكالية، بما اننا لا نستطيع تقديرها رقميا بشكل دقيق في الواقع، والفرق عند المفاضلة بين مختلف البدائل يمثل الخسائر التي تلحق بالمستثمر- او الارباح التي يحققها.

فهدف المستثمر هو تحقيق عائد ملائم يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة، فقد ذكر ذلك Stephen Lumby عند تطرقه للتكلفة المتوسطة المرجحة للاموال وسماه بالتكلفة البديلة بالنسبة للمستثمر- او المساهم- والتي ينبغي على المنظمة ادماجها في رأس مالها طويل الاجل وتكلفة اموال الاستثمار تعطى بالعلاقة الاتية:

$$WACC= Ke[CP/CE]+ Ki[D/DE]$$

Ke = تمثل عوائد الاموال الخاصة، ki = سعر الفائدة على الديون بعد الضريبة، CP = الاموال الخاصة، D = الديون المالية، CE = اموال الاستثمار المستخدمة، WACC = التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

وتطرح المشكلة على مستوى الشق الاول من المعادلة حيث نجد في الشق الثاني تكلفة الديون المالية التي تتحدد انطلاقا من اسعار الفائدة السائدة، بينما الشق الاول من المعادلة يطرح اشكالية تقدير العوائد التي يطلبها المساهم والمستثمر عموماً. حيث ان عائد السهم - وبالتالي قيمة المنظمة - في السوق غير مستقرة لاعتبارات عدة تتجمع كلها حول جدلية (العائد/ المخاطرة)، والتي يصعب التوفيق بينها.

بناء على ما ذكرنا انفا، كيف يمكن للمنظمة زيادة قيمة اسهمها؟ وبالاحرى كيف يمكنها ضبط مردودية الاموال الخاصة؟ اذا علمنا ان تخاذلها او عدم تتبعها لمردودية موجوداتها له اثار سلبية عدة، والتي تعتبر كترجمة لسلوك المساهم في السوق، كيف ذلك؟ وما سببه؟.

لاجل ذلك سنقوم بعملية توضيح للسوق على مستويين هما:

- انموذج تسعير الموجودات او نموذج توازن الاوراق المالية CAPAM/MEDAF.

- مقياس المخاطرة العامة في السوق (بيتا: Bi).

١. **أنموذج تسعير الموجودات الرأس مالية:** قام كل من Sharpe و Lintner بتوزيع نطاق المحفظة المالية من خلال أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، والهدف من ذلك هو بيان "الكيفية التي يتم بها تحديد الاسعار على نحو يكفل تحقيق عائد اكبر على مخاطر اكبر، حيث يفترض هذا الانموذج ان الورقة المالية تسعر وفق قانون العرض والطلب الذي يوفر التوازن في السوق.

وبالنسبة للباحثين فالهدف هو قياس- احصائيا- مدى تأثر المنظمة ازاء التغيرات التي تحدث في السوق، على اعتبار ان كل محفظة اوراق مالية (P) تحتوي على توظيفات خالية الخطر، وذات عائد مقبول (RF)، وتوظيفات اخرى ذات مخاطرة، والتي يعبر عنها بامل الحصول على المردودية (RM) E.

ويعطى امل المردودية التي يطلبها المستثمر E(RP) كما يلي:

$$E(RP) = RF + (E(Rm) - RF)\, Bi$$

ومن ثم فالعائد الذي يطلبه المساهم او المستثمر يتحدد:

العائد المتوقع على السهم الفردي= العائد المتوقع على الورقة المالية عديمة المخاطرة+ علاوة تحمل المخاطرة.

علاوة تحمل المخاطرة= (العائد المتوقع بواسطة السوق- العائد على الورقة عديمة المخاطرة) في المخاطرة المنتظمة للورقة المالية.

علاوة تحمل المخاطرة = $Bi \times (Rf - E(Rm))$

بناءاً على العلاقة اعلاه نثبت وجود علاقة طردية بين العائد والخطر، فلو انطلقنا من محفظة اوراق مالية تتألف من مجموعة صكوك مالية فان الاوراق المالية خالية الخطر تمثل بخط فضاء الثنائية مردودية - خطر.

فالمستثمر العقلاني يستطيع التنويع في استثماراته، الا انه لا يستطيع التخلص من المخاطر العامة، وبالتالي يجب ان يسعى للتوفيق ما بين العائد الذي يطلبه مع هذه المخاطر العامة. واما المخاطر العامة التي لا يمكن للمستثمر التغلب عليها بالتنويع فهي المخاطر النظامية والتي تنشا عن البيئة المحيطة وتتعلق بالنظام المالي العام وهي مخاطر سعر الفائدة، مخاطر السوق والتضخم والائتمان...الخ.

ولمعرفة حجم المخاطر العامة الموجودة في السهم نعتمد على بيتا (ßi) السوق ويطلق عليها المخاطر النظامية.

مقياس المخاطرة العامة بيتا (ßi): بيتا (ßi) تعبر عن حجم المخاطر العامة الموجودة في السهم منسوبة الى المخاطر الموجودة في محفظة تشمل جميع اسهم السوق تساوي الواحد الصحيح (١)، ولا تحوي أي مخاطر خاصة.

وعلى افتراض ان بيتا تساوي (٢) أي السهم يحمل ضعف المخاطر العامة. اما لو افترضنا بيتا (ßi) تساوي ٠،٥ معناه السهم يحمل نصف مخاطر السوق، فكلما ازدادت بيتا ارتفعت المخاطر العامة التي يحملها السهم، والعكس صحيح.

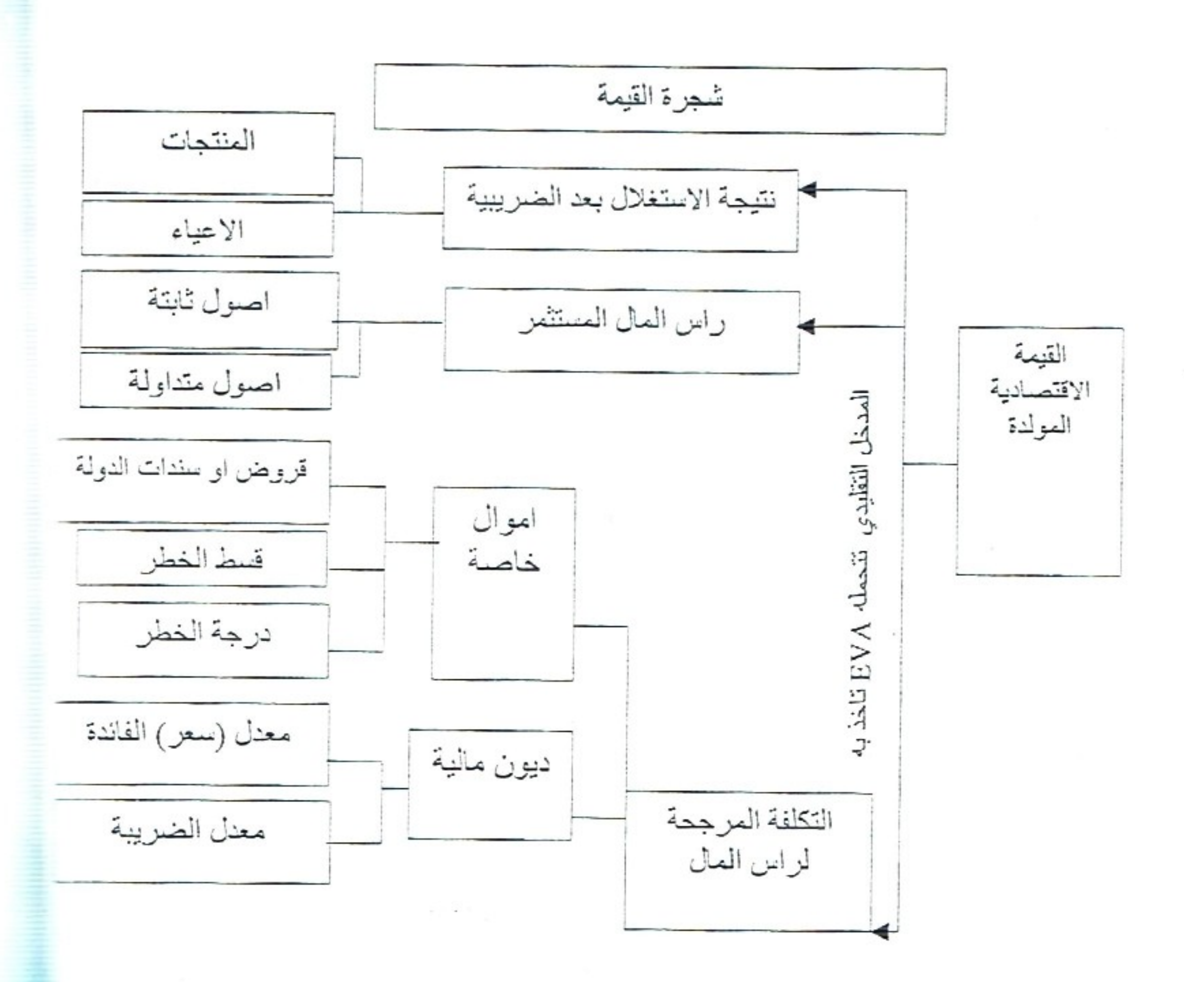
ويمكن الحصول على نتيجة اخرى من بيتا وهي "درجة تأثر السهم بالتقلبات في السوق، فاذا كانت بيتا لسهم معين تساوي ١ فان هذا يعني علاقة هذا السهم مع السوق علاقة قوية وكاملة".

ويعطي معامل بيتا بالعلاقة الاتية:

$$Bi = \frac{\dfrac{\sum (\text{عائد السهم} - \text{الوسط الحسابي للسهم})(\text{عائد السوق} - \text{الوسط الحسابي لعائد السوق})}{\text{عدد السنوات}}}{\dfrac{\sum (\text{عائد السهم} - \text{الوسط الحسابي لعائد السهم})^2}{\text{عدد السنوات}}}$$

ويبين معامل بيتا مدى حساسية وتأثر بعض اسهم السوق ويوضح- ايضا- جملة التغيرات التي تطرأ عليها، فكلما زادت النسبة عن الواحد الصحيح كانت حساسية السهم اكبر، بينما العكس في حالة ما اذا قلت النسبة عن الواحد الصحيح. ولهذا السبب يدمج معامل بيتا في حساب تكاليف الاموال الخاصة والمبادلة بين المخاطر والعوائد وكتلخيص حول مدخل خلق القيمة نورد للتوضيح شجرة القيمة وما تنفرد به EVA، باعتبارها واحدة من بين اهم المداخل في الشكل الاتي:

شكل (٤): شجرة القيمة.



ان الهدف من جمع وعرض هذه المتغيرات هو توضيح الية تنبؤ المنظمة بالعوائد التي يطالب بها المساهم بالدرجة الاولى، وادماجها في تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة للاموال، ومن ثم الوصول الى تحديد العنصر الثاني المشكل لـــEVA.

ثانيا. تفسير التغير في القيمة السوقية للاسهم:

القيمة الاقتصادية المضافة EVA ومعايير الاداء التقليدية:

تمهيد:

جميع النظريات في حقل الادارة المالية توضح ان نجاح المنظمة في تعظيم قيمتها يعتمد على مدى فعالية الدمج بين مصلحة الاطراف ذات العلاقة بالمنظمة وبين ادارة المنظمة من خلال تصميم برنامج تحفيزي يركز على: تحسين انتاجية الموارد المتاحة في ظل ظروف عدم التأكد، وبناء شبكة اتصال مع المنظمات المختلفة والمجتمع وايضاً من خلال تخفيض تكاليف العمليات ففي الوقت الحاضر يقع ضغط كبير على المديرين التنفيذيين في المنظمات لجميع القطاعات الاقتصادية في تحقيق نمو في ثروة الملاّك، وهذه المهمة امر لا مفر منه ويجب تحقيقه من خلال الاستثمار في مشاريع تعمل على تحقيق تدفقات نقدية تفوق تكلفة رأس المال لمشروع معين.

ان الادارة المالية في المنظمة تستخدم طرائق مختلفة في التقييم والتي تعتمد على الريع والتي يطلق عليها طرائق خصم التدفقات النقدية (DCF) Discounted Cash Flow حيث تقاس قيمة المنظمة بالقيمة الحالية للدخل المتوقع. فهناك عدة طرائق تتعامل مع التدفقات النقدية او التدفق الحر واحيانا التوزيعات لحساب القيمة الحقيقية (الضمنية) للاسهم او لثروة الملاّك Intrinsic Value.

ان الاساليب المحاسبية التقليدية المستخدمة في تقييم وضع المنظمة والتي تعتمد على الارباح المحاسبية متعددة- كالعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) وربحية السهم الواحد (EPS) والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية (CFO)، قد واجهت عدة انتقادات لاعتمادها على التقدير، كما انها تتأثر بالطرائق المحاسبية المستخدمة، حيث ان معدل العائد المحاسبي دائما ما تم انتقاده

لعدم قدرته على قياس الربح الاقتصادي، كما ان التقارير المالية قد تم انتقادها بسبب الجودة المتدنية ونقص الارتباط في بيئة غنية بالمعلومات، واصبح هناك شبه اجماع عام على ان الطرائق التقليدية لابد من مراجعتها للتغلب على العيوب، فاصبحت الحاجة ملحة لتوفير ادوات اكثر دقة من خلال الاعتماد على الطرائق القياسية المختلفة مثل: Value Based Management(VBM) والتي توفر ادراك بدرجة عالية لقيمة الاسهم وايضا Cash Value Added (CVA) و Economic (EVA) Value Added والتي تم تطويرها من قبل شركة استيرن ستيورت الامريكية سنة ١٩٨٩، هذه الطرائق تعمل على توفير اساليب قياسية اكثر دقة مقارنة بالطرائق المحاسبية التقليدية وغير الدقيقة.

الجذور التاريخية:

عندما نتحدث عن العوامل المؤثرة في القيم السوقية للاسهم، فاننا يجب ان لا نغفل نظرية كفاءة السوق EMH، فكفاءة الاسواق المالية من المواضيع التي تثير جدلا واسعا بين المهتمين، فهي تعتبر واحدة من العوامل المختلفة التي تؤثر على اسعار الاسهم، وهذا يتم من خلال فهم كيف تعمل المعلومات في التاثير على سعر السهم، اذ كلما كانت استجابة الاسعار للمعلومات سريعة كان السوق اكثر كفاءة.

ان مستويات كفاءة السوق الثلاثة (الضعيف، والمتوسط والقوي) حسب (Fama, 1970) كانت مثار اهتمام العديد من الدراسات والابحاث في الاسواق المالية للدول المتقدمة والدول النامية، والتي تفاوتت في نتائجها، الا انها اجمعت على ان فرضية كفاءة السوق EMH على المستوى الضعيف حظيت بالقبول على الاقل في اسواق الدول المتقدمة اما في الاسواق المالية الناشئة فقد تم رفضها.

وحاليا ازداد الاهتمام على مستوى العالم تشكيل القيمة الاقتصادية، وان القوة الدفعة وراء هذا الاهتمام هو زيادة حدة المنافسة واهتمام المستثمرين بها اكثر فعالية،

والتي ادت بدورها الى توقع كل من المستثمرين والافراد في تحقيق مستوى اداء افضل.

غالبا ما تم انتقاد معدل العائد المحاسبي لعدم قدرته على قياس الربح الاقتصادي، فكانت اهم المعوقات بسبب التشوهات التي تحدث نتيجة المعالجات الحسابية لحساب الربحية التقليدية. ففي دراسة لـ(Stephen& Bertunek 1997) وجدا ان كل من العائد على حقوق الملكية ROE وعائد السهم الواحد EPS ونمو العوائد يمكن تعديلها من خلال تغيير الطرائق المحاسبية او هيكل رأس المال، اما دراسة (O Byrne, 1996) والتي توصل فيها الى ان العوائد تفسر فقط ٢٤% من التغير في القيمة السوقية للمنظمة.

قام كل من (Hamilton, 1777) و (Marshal 1889) بتوضيح مصطلح القيمة الاقتصادية المضافة والتي تقوم على فكرة تعظيم ثروة الملاّك والتي ينبغي ان تعود عليهم بعائد اكبر من تكلفة الدين والملكية.

لقد ميز البعض القيمة الاقتصادية المضافة عن المقاييس التقليدية الاخرى بان القيمة الاقتصادية المضافة تشمل جميع الديون والملكية بالاضافة الى الارباح لكلفة رأس المال ككل.

ان القيمة الاقتصادية المضافة كمعنى للربح الاقتصادي كانت نتيجة للتعديلات على المعايير المحاسبية الدولية- GAAP والتي نتج عنها مصطلح اقتصادي افضل للدخل المتبقي Residual Income-RI والذي هو عبارة عن الفرق بين الربح التشغيلي بعد الضرائب وكلفة التمويل المستخدم والذي يدعى ايضا بالقيمة الاقتصادية المضافة.

اهمية القيمة الاقتصادية المضافة:

القيمة الاقتصادية المضافة EVA تفسر على انها احدى ادوات المنظمة التي تعمل على احداث قيمة للمنظمة كما انها فسرت وبشكل خاص من قبل Stern Stewart and Company في سنة ٢٠٠٢ على انها مقياس يعتبره المحاسبون والمديرون الماليون كأساس لاحتساب قيمة الاسهم المتداولة في السوق. اما ستراتيجيات الاستثمار باستخدام نسبة العائد الى القيمة السوقية E/P ونسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية B/M فقد كانت تعتبر من افضل الطرائق التي تعمل على تحقيق عوائد مميزة وقد كان (Basu, 1977) اول من اثبت الاداء المتميز للسهم بالاعتماد على E/P. وفي دراسة اخرى لــ(Banz, 1984) اثبت ان هناك علاقة طردية بين حجم الشركة وبين اداء السهم، كما قام كل من (Cook & Rozeff, 1984) بدراسة تأثير كل من E/P وحجم الشركة حيث توصل كل من (Fama& French, 1992, 1995) الى بناء أنموذج يعتمد على ثلاثة متغيرات (E/p و M/P و Size)، اما في سنة ٢٠٠١ فقد قام (Yook and McCabe) ببناء محفظة استثمارية بالاعتماد على القيمة السوقية المضافة MVA والتي تعرف بـــ (اجمالي القيمة السوقية للمنظمة- رأس المال المستثمر/ عدد الاسهم المتداولة في السوق) حيث توصلت الدراسة الى ان القيمة السوقية المتدنية للسهم تعمل على تحقيق متوسط عائد افضل للمحفظة الاستثمارية.

وفيما يتعلق بستراتيجية الاستثمار واهمية القيمة الاقتصادية المضافة فان المقاييس الشائعة التي يتم استخدامها لستراتيجيات الاستثمار مثل العائد الى القيمة السوقية (EP) ونسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية (BM) ساعدت المستثمرين على حصاد عوائد غير اعتيادية، ولكن هناك نسبة اكثر حداثة وهي القيمة الاقتصادية المضافة الى القيمة السوقية (EVA/M) والتي تعتبر هجين من النسبتين

السابقتين (EP) و (BM)، حيث توصلت الدراسة الى ان اعلى محافظ استثمارية من حيث EVAM كانت الافضل اداء.

ان تعظيم ثروة الملاّك يعتبر الهدف الرئيس لجميع المنظمات بغض النظر عن طبيعة اعمال ونوع المنظمة من خلال تحفيز قيمة المنظمة وتوجيه جميع الانشطة باتجاه تحقيق هذا الهدف، بينما القيمة قد تأخذ عدة اشكال والتي يمكن تقسيمها بطريقتين رئيسيتين: اقتصادية وغير اقتصادية.

القيمة الاقتصادية تتمثل باضافة قيمة، والتي يمكن قياسها بوحدة النقد، اما القيمة غير الاقتصادية فيمكن قياسها او الشعور بها معنويا. فالقيمة الاقتصادية المضافة تم اختيارها في المجالات الرئيسة للمالية، التي تعمل على تقييم المنظمة بوحدة النقد عكس ما هو متعارف عليه بالنسبة للعائد على الاستثمار الذي يعبر عنه بنسبة مئوية. ففي دراسة عالمية اكدت انه من بين جميع طرائق القياس التي تستخدم من قبل المنظمة لقياس ادائها فلا يوجد شيء اكثر دقة من القيمة الاقتصادية المضافة، حيث ان المنظمة التي تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة كاطار للاداء المالي تفوقت بشكل كبير على مثيلاتها المنافسة.

حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA Computation:

لقد عرفت القيمة الاقتصادية المضافة على انها مقياس للانجاز المالي وتعتبر اقرب من أي مقياس اخر لتقدير الربح الحقيقي والذي عبر عنه رياضيا بانه صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) مطروح منه حاصل ضرب رأس المال بتكلفة رأس المال.

على اعتبار ان جميع المنظمات لها هدف واضح ومعلن يتمثل في زيادة ثروة الملاّك، فهناك عدة طرائق يمكن تبنيها لتحقيق هذا الهدف فقد حاول (Mouritsen 1998) ان يبرهن ان القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر قياسا تفصيلياً افضل من العائد على الاستثمار ROI والعائد على حقوق الملكية ROE، لكن

(Paulo, 2003) قد اكد انه بهدف تحقيق الاهداف المالية المحددة من قبل حملة الاسهم، فان على المنظمة ان تركز على طرائق القياس من منظور مالي وطرائق قياس من منظور غير مالي مثل العميل على سبيل المثال الذي سيؤثر في نهاية الامر على تحسين الاداء المالي للمنظمة. في هذا السياق فان القيمة المضافة التي تعرف على انها العائد الذي يزيد على مستوى الاداء المتوقع والمتصل برأس المال المستخدم. فالقيمة الاقتصادية المضافة EVA لفترة زمنية معينة (t) يمكن تعريفها كما يأتي:

$$EVA_t = E_t - r(TA_{t-1})$$

E_t = الربح المحاسبي قبل الضريبة للفترة t

r = تكلفة رأس المال

TA_{t-1} = اجمالي الموجودات المستخدمة في بداية المدة.

هناك عدة نقاط فيما يتعلق بالمعادلة سابقة الذكر مثيرة للتسأول خاصة لقيمة Tat −1 فهل المقصود بها القيمة الدفترية او القيمة السوقية للموجودات، وايضا لحساب قيمة r.

ومن الطرائق الرئيسة الاخرى المستخدمة لقياس القيمة الاقتصادية المضافة- EVA من خلال المعادلة الاتية:

$$EVA_t = NOPAT_t - C_t x WACC_t$$

حيث ان:

EVAt: القيمة الاقتصادية المضافة

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب

C: راس المال طويل الاجل

WACCt: التكلفة المرجحة لرأس المال

فاذا كانت 0<EVA ففي هذه الحالة يمكن القول ان المنظمة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك وبالتالي يكسبون اكثر من اصل الاستثمار، اما اذا كانت EVA= 0 فهذا يعني ان المنظمة قد انتجت بقدر ما استثمرت من اموال وعندما تكون EVA<0 هذا يعني تأكل في ثروة الملاّك.

من خلال ما سبق ذكره فاننا نستنتج ان القيمة الاقتصادية المضافة EVA تركز على جميع الجوانب المهمة لاعمال المنظمة حجم راس المستثمر وتقسيمه ما بين الدين ورأس المال الممتلك (D/C and E/C)، تكلفة راس المال (الاسهم والقروض).

عليه يمكن تحقيق القيمة الاقتصادية من خلال الربح الاقتصادي Economic Profit- EP (والتي يطلق عليها القيمة الاقتصادية المضافة EVA).

المبحث الثاني

تقييم الاوراق المالية

اولا/ تقييم الاسهم.

تقييم الاسهم Stock Valuation:

تمهيد:

يزخر الادب المالي بالعديد من المعايير المعتمدة في تحليل الاسهم بغرض تقييمها. وتجدر الاشارة الى ان الركون الى معيار دون غيره انما يحكمه سلوك متخذ قرار الاستثمار ونمطه فيما اذا كان مستثمراً مغامراً او متحفظاً أو ما بينهما (معتدلاً).

الاسهم العادية والممتازة Common and Preferred:

المنظمات يمكن ان تحصل على اموال الملكية من الارباح المحتجزة عن طريق التمويل الداخلي، او من بيع الاسهم العادية والاسهم الممتازة عن طريق التمويل الخارجي، معظم المنظمات تصدر اسهم عادية جديدة للحصول على الاموال. بعض هذه المنظمات قد تصدر فيما بعد اسهم عادية اضافية او اسهم ممتازة من اجل الحصول على التمويل اللازم. ومع ان كل من الاسهم العادية والاسهم الممتازة هي شكل من اشكال الملكية، الا ان الاسهم الممتازة لها بعض لتشابه مع اموال الديون التي تميزها عن الاسهم العادية.

أ- الاسهم العادية Common Stock:

مالكوا المنظمة هم اصحاب الاسهم العادية، وعادة ما يسمون بالمالكين المتبقين Residual Owners، لانهم يحصلون على ما تبقى بعد حصول الاخرين

على جميع مطالبهم من دخل الشركة وموجوداتها، ومالكوا المنظمة يكونوا متأكدين فقط من شيء واحد وهو بان خسائرهم لن تتعدى ما استثمروه من اموال في المنظمة وكنتيجة لارتفاع درجة عدم التاكد بما سوف يحصلون عليه، فانهم يتوقعون تعويضهم بشكل كافي ومناسب عن طريق توزيعات الارباح ومن ثم الارباح الرأسمالية.

والاسهم العادية يمكن ان تكون مملوكة ملكية خاصة Privately Owned، عن طريق شخص واحد او عن طريق مجموعة قريبة من بعضها البعض من المستثمرين (مثل العائلة)، او قد تكون مملوكة ملكية عامة Publicly Owned، عن طريق مجموعة واسعة من المستثمرين الافراد والمؤسسات الاستثمارية. وبشكل عام يمكن القول بان المنظمات الخاصة تكون مملوكة من قبل افراد او جماعات صغيرة، واسهمها لا تتداول في الغالب في السوق المالي، في حين فان للشركات المساهمة هي منظمات مملوكة من عدد كبير من الافراد والمنظمات، واسهمها تتداول بشكل نشط في السوق المالي.

وللسهم العادي قيم مختلفة، القيمة الاسمية للسهم وهي غالبا ما تكون القيمة التي يتم الاكتتاب بها عن طريق اسهم الشركة لاول مرة وتسجيلها كشركة مساهمة. هذه القيمة غير مستخدمة بشكل عملي، ويتم استخدامها لتسجيل حساب رأس مال الشركة المدفوع في القيود المحاسبية، وعادة ما تكون منخفضة جداً، اي دينار واحد بحسب القانون العراقي.

القيمة الدفترية للسهم، ويمكن حسابها عن طريق قسمة حقوق المساهمين العاديين على عدد الاسهم القائمة Outstanding ، وتعكس قيمة ما قدمه مالكوا الشركة لتمويل موجودات استثمارات المنظمة مقال السهم العادي الواحد. القيمة السوقية للسهم، وهي ببساط سعر اسهم المنظمة في السوق. والذي قد يكون اعلى او اقل من القيمة الدفترية او القيمة الاسمية. القيمة التصفوية للسهم، وهي نصيب السهم

عند تصفية موجودات المنظمة وذلك بعد تسديد كافة حقوق الدائنين واصحاب الاسهم الممتازة.

كذلك فان لاصحاب الاسهم العادية حق التصويت لانتخاب مجلس الادارة وعلى بعض المواضيع الخاصة. وفي الوقت الحالي قامت الكثير من المنظمات باصدارات مختلفة من الاسهم العادية تختلف بشكل اساسي في انها تحمل تصويت غير متساوي من الاسهم العادية الاخرى. فهناك الاسهم الممتازة والتي يحق لحاملها اكثر من صوت لكل سهم، والتي يتم اصدارها لحماية ادارة المنظمة من السيطرة او الاستيلاء من قبل افراد او شركات اخرى. وهناك ايضا اسهم عادية لا يحق لاصحابها التصويت والتي تستخدم عندما تريد ادارة الشركة الحصول على تمويل لكن بدون ان تخسر رقابتها على حق التصويت.

كما ان لاصحاب الاسهم العادية حق الافضلية Preemptive Right في الاكتتاب باسهم الشركة الجديدة حسب نسبة امتلاك كل مساهم في المنظمة. وتسمح لهم بشراء اسهم اضافية باسعار اقل من سعر السهم في السوق. هذه الافضلية تمكن المساهمين الحاليين من الحفاظ على حقهم بالتصويت، وتحميهم ضد انخفاض نسبة ملكيتهم في المنظمة.

اضافة لما سبق، فان توزيعات الارباح على المساهمين تتم بناء على قرار مجلس الادارة، هذه التوزيعات تكون على شكل توزيعات ارباح ربع سنوية، او نصف سنوية، او سنوية. كما ان هذه التوزيعات قد تكون على شكل نقد، او بضائع او اسهم، لكن الطريقة الاكثر شيوعا هي البضائع.

ان توزيعات الاربح على المساهمين غير اكيدة، حتى ان المنظمة لا تعد المساهمين بتوزيعات ارباح، لكن هولاء المساهمين يتوقعون توزيعات ارباح بناء على ما يبينه تاريخ المنظمة في هذا المجال. وقبل دفع توزيعات ارباح المساهمين العاديين، فانه ينبغي على المنظمة ان تدفع مطالبات كل من الحكومة، الدائنين

واصحاب الاسهم الممتازة. وبسبب اهمية توزيعات الارباح في نمو المنظمة وتقييمها، فان توزيعات الارباح ظهرت فيها عدة نظريات هامة في الفكر المالي.

ب- الاسهم الممتازة Preferred Stock:

الاسهم الممتازة تعطي حامليها بعض المميزات التي تجعلهم مفضلين على اصحاب الاسهم العادية. فالاسهم الممتازة لها حق الاولوية قبل الاسهم العادية على دخل المنظمة وموجوداتها، ولذلك سميت بالاسهم الممتازة. وتعبر الاسهم الممتازة خليطا من الدين وحقوق الملكية، فهي كالديون لها معدل توزيعات ارباح ثابت، وكالاسهم العادية ليس لها فترة استحقاق، كما ان عدم دفع توزيعات ارباحها لا يؤدي بالمنظمة الى الافلاس. ومن اهم خصائص الاسهم الممتازة:

١. لا يوجد لحملة الاسهم الممتازة حق التصويت.

٢. يتم وعد حاملي الاسهم الممتازة بتوزيعات ارباح ثابتة.

٣. لا يوجد للاسهم الممتازة مدة استحقاق، لكنها غالبا ما يتم استدعاءها.

٤. تستطيع ادارة المنظمة ان توقف توزيع الارباح على الاسهم الممتازة لكن بعد وقف توزيعات الارباح على الاسهم العادية.

٥. اذا تم وقف توزيعات ارباح الاسهم الممتازة، فعادة ما تصبح جميع هذه التوزيعات ديون متراكمة يجب على المنظمة اعادة دفعها قبل ان يتم توزيع اية ارباح على اصحاب الاسهم العادية.

٦. بعض اصدارات الاسهم الممتازة يمكن تحويلها الى اسهم عادية.

والاسهم الممتازة قد تصدر بقيمة اسمية او بدون قيمة اسمية. فالسهم الممتاز الذي يصدر بقيمة اسمية له توزيعات ارباح سنوية ثابتة كنسبة من قيمته الاسمية. اما السهم الممتاز الذي يصدر بدون قيمة اسمية فان توزيعات ارباحه تحدد.

ثانيا: تقييم الاسهم العادية Common Stock Valuation:

يتوقع اصحاب الاسهم العادية ان تتم مكافئتهم من خلال قيام المنظمة بتوزيع الارباح النقدية، وكذلك من خلال تحقيقهم ارباح رأسمالية نتيجة لزيادة سعر سهم المنظمة في السوق. ومثل المساهمين الحاليين، فان المساهمين المحتملين والمحللين الماليين يقيمون وباستمرار سعر سهم المنظمة في السوق. ويقوم المستثمرون بشراء السهم من السوق عندما يعتقدون بان سعر السهم مقيم باقل من قيمته الحقيقية Undervalued. كما يقومون ببيعه عندما يعتقدون بان السهم مقيم باكبر من قيمته الحقيقية Overalued.

أ- كفاءة السوق المالي Market Efficiency:

البائعون والمشترون العقلانيون يقومون بتقييم قيمة اي موجود بناء على عائد هذا الموجود ومخاطرته. بالنسبة للمشترين فان قيمة الموجود تمثل السعر الاعلى الذي يكونوا مستعدين لدفعه لامتلاك الاصل. اما بالنسبة للبائعين فان قيمة الموجود تمثل السعر الادنى الذي يكونوا مستعدين عنده التخلي عن الموجود. وفي الاسواق المالية الكفوءة، حيث يوجد العديد من المستثمرين النشيطين، مثل السوق المالي في نيويورك او لندن، فان التداخل بين عدد كبير من البائعين والمشترين سيؤدي الى تحديد سعر التوازن لكل ورقة مالية. هذا السعر يعكس جميع المعلومات المنشورة التي يمكن جمعها من قبل هولاء البائعين والمشترين. اي ان جميع المعلومات المنشورة يتم عكسها مباشرة في سعر الورقة المالية حين توافرها.

عن عملية تعديل سعر الورقة المالية للمعلومات الجديدة يمكن النظر اليه من خلال معدلات العائد. فنحن نعرف انه عند مستوى مخاطرة معين فان المستثمرين يطلبون عائد محدد، العائد المطلوب The Required Return، والذي يمكن تقديره باستخدام البيتاBeta ، وأنموذج تسعير الموجود الرأسمالية CAPM. وعند كل نقطة زمنية، يقوم المستثمرون بتقدير العائد المتوقع Expected Return، وهو العائد

المتوقع الحصول عليه لموجود ما خلال افق زمني الى ما لا نهاية. العائد المتوقع يمكن تقديره باستخدام المعادلة:

$$\text{العائد المتوقع} = \frac{\text{الفوائد المتوقعة خلال كل مدة}}{\text{السعر الحالي للموجود}}$$

وعندما يجد المستثمرون بان العائد المتوقع لا يساوي العائد المطلوب، فانه سيحصل تعديل على سعر الورقة المالي. اذ كان العائد المتوقع اقل من العائد المطلوب فان المستثمرين سيبيعون هذا الموجود، لان مخاطر الموجود لا تتماشى مع عائده. مثل هذا التصرف سيعمل على انخفاض سعر الورقة المالية مما يؤدي الى ارتفاع العئد المتوقع ليصل الى مستوى العائد المطلوب. اما اذا كان العائد المتوقع اعلى من العائد المطلوب فان المستثمرين سيقومون بشراء هذا الموجود مما سيرفع من سعره وبالتالي انخفاض عائده المتوقع الى المستوى الذي يتساوى به مع العائد المطلوب.

عليه فان:

العائد المطلوب = العائد الخالي من المخاطرة + بيتا (عائد السوق– العائد الخالي من المخاطرة).

ب– نظرية كفاءة السوق Efficient Market Hypothesis:

تنص نظرية كفاءة السوق المالي على ان اسعار الاوراق المالية في السوق مقيمة بسعرها العادل، وان عائدها المتوقع يساوي عائدها المطلوب. وكذلك وعند اي لحظة زمنية، فان اسعار الاوراق المالية تعكس جميع المعلومات المنشورة الماوافرة عن المنظمات وأوراقها المالية، وان هذه الاسعار تتفاعل مباشرة مع المعلومات الجديدة. اضافة الى ذلك، فان هذه النظرية تنص على انه لا يوجد حاجة للمستثمرين

في هذا السوق الى تضييع وقتهم في محاولة ايجاد الاوراق المالية المقيمة باكثر او اقل من قيمتها الحقيقية.

ليس كل المستثمرين في السوق المالية هم من المدافعين عن نظرية كفاءة السوق. بعض المستثمرين يرون ان هناك فائدة من البحث عن الاوراق المالية المقيمة باقل من قيمتها الحقيقية او باكثر من قيمتها الحقيقية للتداول بها وتحقيق ارباح من عدم كفاءة السوق. البعض الاخر يرى انه مجرد حظ ان يقوم المتعاملين في السوق المالي بتوقع المعلومات الجديدة بشكل صحيح وتحقيق عوائد غير عادية Abnormal Returns، اي عندما يكون العائد الفعلي Actual Return اكبر من العائد المتوقع.

وهنا سنفترض با السوق المالي كفؤة، وان مصطلح العائد المتوقع والعائد المطلوب سيتم استخدامهم بنفس المعنى لانهما يجب ان يتساويا في السوق الكفوءة. وكذلك سنفترض بان اسعار الاوراق المالية مقيمة بقيمتها العادلة، وانها عند اي لحظة تمثل افضل تقدير للقيمة.

ج- نماذج تقييم الاسهم العادية The Common Stock Valuation Model:

١. الانموذج الاساسي لتقييم الاسهم العادية The Basic Stock Valuation:

ان قيمة السهم العادي تساوي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية (توزيعات الارباح) التي من المتوقع الحصول عليها خلال مدة زمنية ابدية. ومع ان حامل السهم العادي يمكنه الحصول على ارباح رأسمالية (الفرق بين سعر بيع السهم العادي وسعر شراءه)، الا ان ما يباع حقيقة هو الحق في الحصول على توزيعات الارباح المستقبلية، وبالتالي فان الانموذج الاساسي لتقييم الاسهم العادية يعتبر بان توزيعات الارباح فقط هي التي يجب اخذها بعين الاعتبار عن القيام بعملية التقييم كما هو موضح في المعادلة:

$$P_0=\frac{D_1}{(1+K)^1}+\frac{D_2}{(1+K)^2}+\ldots+\frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

حيث ان:

P0: قيمة (سعر) السهم العادي

Dt: توزيعات الارباح المتوقعة لكل سهم في نهاية المدة

K: العائد المطلوب على السهم العادي

كما ويمكن وباستخدام معادلة معاملة الفائدة للقيمة الحالية PVIFk,n فانه يمكن اعادة صياغة المعادلة السابقة لتصبح كما يلي:

$$P_0=[D_1\times(PVIF_{k,1})]+[D_2\times(PVIF_{k,2})]+\ldots+[D_\infty\times(PVIF_{k,\infty})]$$

ان الانموذج الاساسي لتقييم الاسهم العادية يمكن تبسيطه عن طريق اعادة تعريف توزيعات الارباح لتأخذ بعين الاعتبار النمو في هذه التوزيعات، وسوف يتم الحديث عن ثلاثة نماذج هي نموذج اللانمو، نموذج النمو الثابت، ونموذج النمو المتغير.

٢. أنموذج اللانمو Zero- Growth Model:

ويعد هذا الانموذج من ابسط النماذج لتقييم سعر السهم العادي، حيث يفترض هذا الانموذج ثبات توزيعات الارباح، وبالتالي فان معادلة الانموذج الرئيسي تصبح كما يأتي:

$$P_0=D_1\times\sum_{t=1}^{n}\frac{1}{(1+k)^n}=D_1\times(PVIF_{k,n})=D_1\times\frac{1}{k}=\frac{D_1}{k}$$

تبين المعادلة بان قيمة السهم في نموذج اللانمو تساوي الحالية لتوزيعات الارباح D1 الابدية، مخصومة بمعدل العائد المطلوب k.

عليه فان:

سعر السهم في السوق= توزيعات الارباح في نهاية السنة ÷ معدل العائد المطلوب

تقييم السهم الممتاز Preferred Stock Valuation:

بما ان السهم الممتاز يزود حامله بتوزيعات ارباح ثابتة خلال عمره الابدي المفترض. فانه يمكن استخدام معادلة أنموذج اللانمو لاستخراج قيمة السهم الممتاز.

٣. أنموذج النمو الثابت Constant Growth Model:

اكثر أنموذج مستخدم لتقييم السهم العادي هو أنموذج النمو الثابت حيث يطلق عليه اسم أنموذج جوردن Gordon Model، والذي يفترض بان توزيعات الارباح ستنمو بمعدل ثابت، لكن بمعدل اقل من العائد المطلوب (اذا كان معدل النمو اكبر من العائد المطلوب فانه لا يمكن رياضيا تطبيق هذا الانموذج). ويمكن حساب قيمة السهم العادي عن طريق هذا الانموذج باستخدام المعادلة:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g}$$

حيث ان:

g= معدل النمو في توزيعات الارباح.

٤. نموذج النمو المتغير Variable- Growth Moldel:

نموذجي اللانمو والنمو الثابت لا يسمحان باي تغير في معدلات نمو توزيعات الارباح، ولان معدلات النمو المستقبلية في توزيعات الارباح قد تتغير صعوداً او هبوطا بسبب تغير التوقعات، فانه من المفيد اخذ نموذج النمو المتغير بعين الاعتبار.

ثالثا: المداخل الاخرى لتقييم السهم العادي

Other Approaches to Common Stock Valuation

أ- القيمة الدفترية Book Value:

القيمة الدفترية للسهم العادي الواحد هي عبارة عن القيمة التي يمكن الحصول عليها اذا تم بيع جميع موجودات المنظمة بسعر مساوي تماما لقيمتها الدفترية (المحاسبية)، وتم سداد جميع التزاماتها بما فيها الاسهم الممتازة من المبلغ المتجمع، وما تبقى يتم تقسيمه على المساهمين العاديين (كل حسب نسبة ما يمتلكه من اسهم) هذا المدخل بسيط وغير معقد ولكن ينتقد بسبب اعتماده على المعلومات التاريخية في قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية)، وبسبب تجاهله للارباح المتوقعة للمنظمة وكذلك لعدم وجود علاقة بينه وبين سعر سهم الشركة (المنظمة) في السوق.

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{اجمالي الموجودات} - \text{الالتزامات (بما فيها الاسهم الممتازة)}}{\text{عدد الاسهم العادية القائمة (المتداولة)}}$$

ان هذه القيمة تفترض بان موجودات المنظمة قد تباع بقيمتها الدفترية، فانها قد لا تمثل السعر الادنى الذي يمكن ان يباع به السهم في السوق. وفي الحقيقة، مع ان معظمة الاسهم تباع باعلى من قيمتها الدفترية، الا انه من الطبيعي ان تجد اسهم تباع باقل من قيمتها الدفترية عندما يعتقد المستثمرين بان السهم مقيم باكثر من قيمته لحقيقية او ان التزامات المنظمة مقيمة باقل من قيمتها الحقيقية.

ب- القيمة التصفوية Liquidation Value:

القيمة التصفوية لكل سهم عادي هي عبارة عن لقيمة الحقيقية للسهم العادي التي يمكن الحصول عليها اذا تم بيع جميع موجودات المنظمة بقيمتها السوقية، وتم

سداد جميع التزاماتها بما فيها الاسهم الممتازة، وما تبقى من اموال يتم تقسيمها بين المساهمين العادين (كل حسب ما يمتلكه من اسهم في المنظمة). هذا المخل اكثر واقعية من مدخل القيمة الدفترية لانه مبني على اساس القيمة السوقية الحالية لموجودات المنظمة، وزلكنه ما زال غير قادر على اخذ ارباح المنظمة المستقبلية بعين الاعتبار.

$$\text{القيمة التصفوية للسهم العادي} = \frac{\text{سعر بيع الموجودات} - \text{الالتزامات (بما فيها الاسهم الممتازة)}}{\text{عدد الاسهم العادية القائمة (المتداولة)}}$$

ج- نسبة السعر الى الربح (المضاعف) (P/E) Price/ Earnings Multiples:

نسبة السعر الى الربح تعكس مقدار ما يرغب المستثمرون بدفعه مقابل كل دينار ارباح. ويمكن استخدام معدل الصناعة لنسبة السعر الى الربح كدليل على معرفة قيمة المنظمة، اذا ما افترضنا ان المستثمرين يقيمون ارباح المنظمة بنفس لطريقة التي يقيمون بها معدل المنظمة في الصناعة التي تنتمي اليها. ان مدخل نسبة السعر الى الربح او المضاعف هو اسلوب مشهور تم استخدامه من قبل معظم المحللين الماليين لتقدير سعر سهم المنظمة في السوق، ويمكن حسابه عن طريق ضرب صافي الربح للسهم العادي الواحد من الارباح المحققة بمعدل الصناعة لنسبة السعر الى الربح (المضاعف). ويمكن الحصول على معدل الصناعة من خلال بعض المنظمات المتخصصة مثل Standard & Poor Industrial Ration.

ان استخدام طريقة المضاعف تساعد بشكل خاص في تقييم المنظمات غير المتداولة في السوق المالي. وهذه الطريقة تعتبر افضل من طريقة القيمة الدفترية وطريقة القيمة التصفوية لانها تأخذ بالاعتبار الارباح المستقبلية للمنظمة.

رابعاً: اتخاذ القرارات وقيمة السهم العادي

:Decision Making and Common Stock Value

ان معادلات تقييم سعر السهم العادي تقيس قيمة السهم عند لحظة زمنية معينة بناء على عوائده ومخاطره المتوقعة، وبالتالي فان اية قرارات يتخذها المدير المالي تؤثر بهذا العناصر ستسبب تغير في قيمة المنظمة. فمثلا لو افترضنا ان الظروف الاقتصادية بقيت مستقرة، فان اي عمل تقوم به المنظمة يؤدي الى رفع توقعات المساهمين الحاليين والمتوقعين بما يتعلق بتوزيعات الارباح المستقبلية، سوف يؤدي الى زيادة سعر سهم المنظمة في السوق. فاذا نظرنا الى أنموذج جوردن (أنموذج النمو الثابت) نجد ان اي ارتفاع في توزيعات الارباح المستقبلية او اي ارتفاع بمعدل النمو سيؤدي الى زيادة سعر سهم المنظمة في السوق، والعكس صحيح.

كذلك فان اي قرار يتخذ من قبل المدير المالي ويزيد من مخاطر المنظمة (البيتا) سيزيد من العائد المطلوب، واذا ما نظرنا الى أنموذج جوردن، نجد بان ارتفاع العائد المطلوب نتيجة لارتفاع درجة المخاطر سيؤدي الى انخفاض سعر السهم في السوق، والعكس يحدث في حالة انخفاض العائد المطلوب حيث يرتفع سعر سهم المنظمة في السوق.

ان معظم القرارات المالية تؤثر على العائد والمخاطرة بنفس الوقت، فعندما ترتفع درجة مخاطرة موجود معين فان ذلك يتبعه ارتفاع في عائد هذا الموجود للتعويض عن المخاطر الاضافية للاستثمار في هذا الموجود. بمعى اخر، ان أي قرار مالي يتخذ من قبل المنظمة ممثلة بمديرها المالي سيكون له اثر مشترك على كل من عائد سهم المنظمة ومخاطرته، وبالتالي على سعر السهم في السوق.

ثانيا: تقييم السندات:

تختلف المعايير المعتمدة في تقييم السندات عن تلك المستخدمة في تقييم الاسهم وذلك بسبب اختلاف طبيعة الاداة الاستثمارية، فالسهم يعد بمثابة اداة ملكية، بينما السند يعد اداة دين هذا من جهة. ومن جهة ثانية تتوقف عوائد الاسهم على الارباح التي تحققها المنظمة المصدرة وعلى سياسة توزيع الارباح وعلى اوضاع السوق المالي، بينما عوائد السندات لا تعتمد بشكل مباشر على نتيجة اعمال المنظمة.

في ادناه عدد من المعايير المعتمدة في تقييم السندات:

١. كوبون السند (Bond Coupon (BC:

ويعبر عن الايراد او الدخل السنوي الذي يحققه المستثمر من السند. فمثلا اذا اشترى مستثمراً سنداً قيمته الاسمية (١٠٠) ديناراً بمعدل (١٠%)، فهذا يعني ان الكوبون لحامل السند اما على اساس سنوي او نصف سنوي.

٢. ربع (مردود) السند (Bond Yield (BY:

يستخدم هذا المؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية الخيارات الاستثمارية الاخرى، وذلك ضمن (اطار) كلفة الفرصة البديلة ويقاس ربع السند بعدة صور وكالاتي:

أ- المردود او الربع الاسمي (Nominal Yield (NY:

ويمثل الدخل السنوي منسوباً لقيمته الاسمية، وهو في حقيقته سعر فائدة السند ويحتسب كالاتي:

$$NY = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة الاسمية للسند}}$$

ب- المردود او الريع الجاري (Current Yield (CY:

ويمثل الكوبون السنوي منسوباً لقيمته السوقية، وحسب الاتي:

$$NY = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة السوقية للسند}}$$

ج- المردود المتوقع للسند Promised Yield:

ويعد من المؤشرات المهمة في تقييم ربحية السندات، حيث انه يأخذ بالاعتبار جميع التدفقات المتوقعة من السند، وتتمثل التدفقات في الدخل السنوي الذي سيحصل عليه حامل السند بافتراض انه سيحتفظ به لحين استحقاقه مضافاً اليه القيمة المستردة للسند بتاريخ الاستحقاق والتي يمكن ان تكون القيمة الاسمية او غيرها. ويطلق عليه البعض مصطلح العائد لحين الاستحقاق Yield to Maturity، وهو يمثل معدل الخصم الذي لو تم بموجبه خصم جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند لكانت القيمة الحالية مساوية للسعر السوقي للسند بتاريخ الخصم.

ويحتسب المردود المتوقع بطريقتين بحسب سلوك حامل السند، لكن الطريقة الاكثر شهرة هي: في حالة رغبة المستثمر الاحتفاظ بالسند لحين الاستحقاق فان المردود يتحدد حسب الصيغة الاتية:

$$Y = C + \frac{\frac{P-V}{n}}{\frac{P+V}{2}}$$

حيث ان:

Y: المردود المتوقع للسند

C: كوبون السند.

P: القيمة المستردة للسند (القيمة الاستهلاكية).

V: سعر شراء السند.

n: اجل السند.

اما الطريقة الثانية: في حالة رغبة المستثمر الاحتفاظ بالسند لحين الاستحقاق وان الكوبون المحصل من السند سيعاد استثماره بعائد متوقع يعادل تماماً المردود المتوقع للسند، فانه وفقاً لهذه الطريقة فان العائد المتوقع يحدد بطريقة التجربة والخطأ والتي تقوم على ما يعرف بمفهوم معدل العائد الداخلي IRR.

٣. عائد الاحتفاظ بالسند Holding Period Return (HPR):

يعبر هذا المؤشر عن العائد على الاستثمار السنوي الذي يحققه المستثمر في السندات من خلال الدخل السنوي (الكوبون) والتقلب الحاصل في سعر السند السوقي. ولهذا فان المؤشر يحتسب وفق الصيغة الاتية:

$$HPR = \frac{\text{القيمة الاجمالية للدخل من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السند}}$$

ويتضح من تحليل السندات ان العنصر الحاسم الذي يحكم التوجه اليها من عدمه هو سعر الفائدة، حيث انه المحرك لسوق السندات. وبذلك فان التغيرات في سعر الفائدة تترك اثارا بالغة على اسعار السندات. ومن البديهي ان ترتفع اسعار الفائدة في فترات الانتعاش (الازدهار) الاقتصادي مما ينعكس سلباً على اسعار السندات، اذ تؤدي الى انخفاضها، بينما يحصل العكس تماماً في اوقات الركود حيث تميل اسعار الفائدة الى الانخفاض مما تدفع اسعار السندات الى الارتفاع.

وهناك العديد من العوامل التي تحكم تحديد سعر الفائدة وكذلك التغيرات التي تحصل فيه، لكن من غير الممكن تجاوز تأثير سعر الفائدة على السندات سواء على

ريعها او قيمتها والتي تهم المستثمر في الاوراق المالية كثيراً وعادة ما يطلق على هذا الموضوع بحساسية السندات وهو ما سنوضحه الان.

حساسية السندات للتغيرات في سعر الفائدة:

يراد بحساسية السندات درجة استجابة سعر السند السوقي لتقلب ريع السند الناجم عن التغير في سعر الفائدة، بمعنى قياس نسب التغير التي تحدث في السعر السوقي للسند الناتجة عن التغير الحاصل في الريع المطلوب تحقيقه من السند.

ومن المؤشرات الشائعة الاستخدام في قياس الحساسية مؤشر المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند Bond Duration وهذا المؤشر ذو اغراض متعددة، فهو اضافة الى ما ذكر اعلاه كونه اداة مناسبة في تحديد السعر السوقي المناسب لشراء السندات، فانه بالاضافة الى ذلك يعد اداة جيدة لتخفيض مخاطر المحفظة من خلال اكساب المحفظة خاصية المناعة Immunization ضد المخاطر التي لا يمكن تخفيضها باستخدام خاصية التنويع Diversification، واية ذلك ان تنويع موجودات المحفظة يقلل من مخاطر السيولة والتضخم وتقلب اسعار الصرف والعجز عن السداد، لكنها لا تحمي من مخاطر انخفاض السعر السوقي واعادة الاستثمار المرتبطة بتقلب اسعار الفائدة.

ويراد بمتوسط فترة الاحتفاظ بالسند (D) بانه المتوسط المرجح لطول الفترة الزمنية التي تتحقق خلالها التدفقات النقدية المتوقعة من السند.

وطالما يولي هذا المؤشر اهتماماً خاصاً لعنصر توقيت التدفقات النقدية المتوقعة للسند على مدار عمره، فانه يكون اكثر كفاءة لقياس مدى حساسية القيمة السوقية للسند للتغيرات التي تحدث في سعر الفائدة. فعلى سبيل المثال عندما يكون المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند يساوي (٤)، فان ذلك يعني ان تغيراً بالزيادة او النقصان قدره (٤%). ومن جانب اخر، يمكن الاسترشاد بمؤشر المتوسط المرجح في تحديد درجة المخاطرة. فالسندات ذات متوسط طول فترة الاحتفاظ

الاطول تكون اكثر مخاطرة من السندات ذات متوسط طول فترة الاحتفاظ الاقصر لان الاسعار السوقية الاولى تكون اكثر تقلبا من الاسعار السوقية الثانية.

ومن هنا يصبح تحديد درجة الحساسية للسندات على قدر كبير من الاهمية للمستثمر اذ في ضوئها يقدر ان يعيد بناء محفظته الاستثمارية.

وطالما ان مؤشر المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند (D) يعبر عن طول الفترة الزمنية التي على حامل السند ان ينتظرها للحصول على التدفقات النقدية المتوقعة من استثماراته، وفي الوقت نفسه يقيس درجة حساسية السند للتقلبات التي تحصل في اسعار الفائدة، فانه والحال هذه يتأثر بثلاثة عوامل رئيسة هي:

- **اجل السند Maturity:** حيث ان العلاقة طردية بين اجل السند وبين طول فترة الاحتفاظ (D)، بمعنى مع ثبات العوامل الاخرى فانه كلما طال اجل السند زادت فترة الاحتفاظ (D) والعكس صحيح.

- **العائد المتوقع على السند Promised Yield:** حيث ان العلاقة بين طول فترة الاحتفاظ والعائد المتوقع عكسية، بمعنى كلما ارتفع العائد المتوقع من السند انخفاض (D) والعكس صحيح.

وتجدر الاشارة الى ان هناك اكثر من طريقة لقياس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ (D) اشهرها، هي:

طريقة ماكولي Macaulay:

حيث تقوم هذه الطريقة على توظيف الصيغة الاتية:

$$D=(1)\frac{C1/(1+r)}{V}+(2)\frac{C2/(1+r)^2}{V}+....+n\frac{C_n+P_n/(1+r)^n}{V}$$

حيث ان:

V: القيمة السوقية للسند (السعر السوقي).

C: كوبون السند.

P: القيمة الاسمية للسند (القيمة المستردة بتاريخ الاستحقاق).

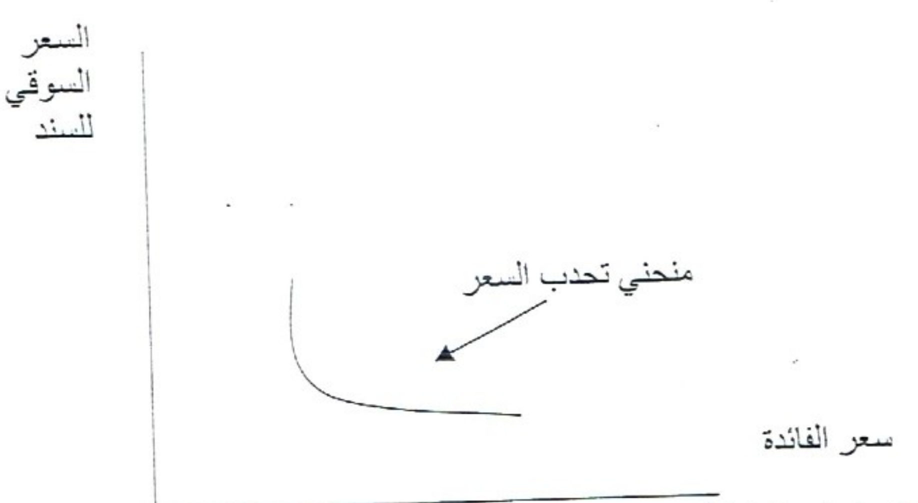
R: المردود الداخلي للسند او المردود لحين الاستحقاق.

يمكن احتساب ما يعرف بالمتوسط المرجح المعدل لطول فترة الاحتفاظ بالسند Modified Duration (MD) من خلال الاتي:

$$M_D = \frac{D}{1+r} = \frac{2.74}{1+0.10} = 2.49$$

حيث تعبر النتيجة عن درجة حساسية او استجابة سعر السوق للسند للتغير في سعر الفائدة، فلو حدث ان تغير سعر الفائدة (١%) بالزيادة فانه سينعكس في انخفاض سعر السند السوقي بــ(٢،٤٩%).

وتجدر الاشارة الى انه بالامكان تمثيل العلاقة بين سعر الفائدة والسعر السوقي للسند بيانياً. ويعبر عن هذه العلاقة بمنحنى يطلق عليه منحنى التحدب Convexity، وكما هو موضح ادناه:



شكل (٥): العلاقة بين سعر الفائدة وسعر السند السوقي.

ومن خلال كل من مؤشر المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند (D) ومعامل تحدب منحنى السعر يمكن تحديد السعر السوقي للسند وذلك من خلال المشتقة الاتية:

$$\frac{dp}{P} = -D(dr) + ConV(dr)^2$$

حيث ان:

$\frac{dp}{p}$: نسبة التغير الحاصل في السعر السوقي للسند

D: المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند.

ConV: معامل تحدب منحني السعر مع المردود (حساسية السعر مع المردود).

Dr: نسبة التغير الحاصل في الربع المطلوب او المتوقع.

طريقة فيشر Fisher:

تختلف طريقة (فيشر) عن طريقة (ماكولي) في ان (فيشر) يدخل في أنموذجه احتمال تغير اسعار الفائدة التي افترضها (ماكولي) ثابتة طيلة فترة الاحتفاظ واستخدام الصيغة الاتية لاحتساب (D):

$$D = 1\frac{C(1+r)}{V} + 2\frac{C/(1+r_1)(1+r_2)}{V} + 3\frac{C_n + P_n(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)}{V}$$

الفصل الثاني
المشتقات المالية

الفصل الثاني
المشتقات المالية

تمهيد:

ان التطورات الأقتصادية المهمة التي شهدها العالم في العقود الاخيرة من القرن الماضي وما رافقها من تطور كبير وسريع في الصناعة المصرفية كأبتكار ادوات مالية جديدة،وزيادة المنافسة بين المنظمات المالية،الأمر الذي ادى الى تدهور عوائد بعض المنظمات في الولايات المتحدة واوربا ولاسيما في الرقابة المصرفية على انشطتها._ وفي ظل هذه الضغوط من المنافسة وتدهور العوائد،كانت المشتقات Derivativesالتي استعملت لأغراض التحوط ضد مخاطر التقلبات في معدلت الفائدة واسعار الصرف واسعار الأسهم كانت مخرجاً لهذه المؤسسات وادوات مهمة للادارة المالي وتشير ادبيات التمويل والاستثمار الى ان حقبة السبعينات من القرن الماضي قد شهدت تقلبات حادة في اسواق المال الدولية،ادت الى ظهور واستخدام ادوات مالية جديدة احدثت تغييرآ جوهريا في طبيعة عمليات الاستثمار، ويطلق على هذه الأدوات المالية المشتقة او مصطلح Derivatives المشتقات وتستخدم هذه الأدوات لاغراض التحوط ضد مخاطر التقلبات في معدلات الفائدة واسعار الصرف واسعار الاسهم وتستخدم لأغراض المضاربة والمرابحة.

المبحث الأول/ مدخل اساسي

المشتقات المالية:

المشتقات ادوات استثمارية جديدة، وسميت بهذا الأسم لانها مشتقة من ادوات استثمارية تقليدية كالاسهم والسندات، كما انها تعتمد في قيمتها على اسعار هذه الادوات والأدوات المشتقة تعد عقود مالية،تتعلق بعمليات خارج الميزانية فالمشتقات تتعلق بمنتجات اوسلع حقيقية، اواوراق مالية كلأسهم والسندات، أوعملات اجنبية، أومعادن نفيسة، او مؤشرات مالية معينة مثل:مؤشرات الأسهم والسندات، وسعر الصرف، أواسعار الفائدة. وتضم المشتقات مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها واجالها، ان المشتقات المالية هي ادوات مالية لها تاثير تحويل خطر مالي واحد او اكثركأمن في الاداة المالية الاصلية بين اطراف الاداة.وهي ادوات ماليةتشتق قيمتها من قيمة واحدة او اكثرمن الموجودات السلعية او الاصول المالية او سعر الفائدة او اي من المؤشرات الاخرى المرتبطة بها. فانه يرجع سبب تسميتها بالمشتقات المالية، لأن قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الاساسية. وعلية فان ماجرى استقاقه لموجود ما كقيمة او سعر، انما هي تعود لموجود اخر. ان هذه الموجودات تعرف بالموجودات الاساسية Underlying Assets والتي تتضمن فقرات منها اسم المنظمات العملات، ادوات السوق النقدية ومؤشرات الاسهم والسندات. اوهي مصطلح عام يستعمل لتصنيف مجموعة متنوعة وواسعة من الادوات المالية التي تعتمد قيمتها او تشتق من نسبة أوسعر ضمنيين (مثل اسعار الفائدة، اسعار الصرف، اسعار الأسهم، اسعار السلع) وهي اما ان تكون عقود الزامية او غير الزامية. وانها تعهد بتسليم منتجات حقيقية او اساسية اواعطاء الحق في شراؤها أوبيعها في المستقبل، وبالتالي فانها ادوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء اخر، وتكتسب المشتقات قيمتها الثابتة من بعض الموجودات(الاصول) التي يطلق عليها Underlying وهو ما يعرف من

بالموجودات التي تمثل موضوع العقد،ان سعر العقد المستقبلي لشراء القمح يعتمد على سعر القمح في السوق الحاضر الذي يتداول فيه وقيمة عقد خيار لشراء سهم ما يعتمد على القيمة السوقية للسهم في اسواق الأوراق المالية.ولهذا يمكن القول بان كلمة المشتقات قد ولدت من التعبير نفسه الوارد في علم الرياضيات اذ ان المتغير او الشيء المتقلب هو ما حصل في الحقيقة اشتقاقه من متغير أخر لذلك تم اطلاق تسمية المشتقات عليها لانها في الواقع تم اشتقاقها من قيمة اخرى وكلاهما لا يملكان قيمة ثابتة بل قيم متغيرة.

تعريف المشتقات:

*هي عبارة عن عقود ثانوية تقوم على اساس عقد اساسي تتعلق بسعر عملة او سلعة او ورقة مالية او فائدة عملة ما في وقت ما في المستقبل

*عبارة عن عقود فرعية تبنى او تشتق من عقود اساسية لأدوات استثمارية (اوراق مالية، عملات اجنبية، سلع ...الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية ادوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.

***المشتقة هي ادات مالية:**

أ- تتغير قيمتها استجابة للتغيير في سعر فائدة محدد او سعر ورقة مالية او سعر سلعة او سعر الصرف الأجنبي او مؤشر الاسعار او تقييم أئتمان او مؤشر ائتمان او تغييرات مماثلة (تسمى احياناً "الضمنية").

ب- لا تتطلب صافي استثمار مبدئي او صافي استثمار مبدئي صغير متعلق بانواع اخرى من العقود لها نفس الاستجابة للتغيرات في ظروف السوق.

ج- يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.

خصائص المشتقات:

١. ترتبط العقود المالية للمشتقات بسعر فائدة محدد، وسعر ورقة مالية، وسعر سلعة، وسعر صرف اجنبي، ومؤشر اسعار الاسهم والسندات.

٢. تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل:سعر الفائدة الحالي، او سعر السلعة...الخ.

٣. يتم تسوية العقود المالية للمشتقات في تاريخ مستقبلي.

٤. تستخدم العقود المالية للمشتقات للتحوط ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في اسعار تلك الموجودات.

٥. تتيح العقود المالية للمشتقات تحديد او تثبيت سعر السلعة، او الصرف،او الفائدة، او الورقة،المالية محل التعاقد في الوقت الحاضر لتسليمها او تبادلها، بهذا السعر في المستقبل.

مضمون عقد المشتقات المالية:

يتضمن العقد تحديد:

سعر معين للتنفيذ في المستقبل، والكمية التي يطبق عليها السعر، والزمن الذي يسري في العقد،وكذلك محل العقد الذي قد يكون سعر فائدة محدد اوسعر ورقة مالية او سعر صرف اجنبي سعر أو سلعة أو مؤشر اسعار أو مؤشر أئتماني.

سبب الأستثمار في المشتقات المالية:

ان المستثمرين سواء" كانو افراداً أم وحدات من اهدافهم الأستثمارية تكوين محفظة اوراق مالية تحقق لهم افضل العوائد في ظل الظروف المستقبلية المتوقعة للسوق، ولغرض تدنية الخطر يلجآ المستثمر الى احدى وسيلتين وهما:

١. التنويع الملائم لتشكيلة الأوراق المالية للمحفظة، اذ يؤدي الى تخفيض الخطر غير المنتظم كجزء من الخطر الكلي لعملية الاستثمار في الأوراق المالية.

٢. التعامل في المشتقات المالية.

اسباب ظهور وانتشار المشتقات:

أن من اسباب ظهور وانتشار المشتقات المالية، هو توافر الظروف البيئية الحديثة والملائمة لظهورها وانتشارها مثل:

* التطور الكبير في تكنلوجيا المعلومات والتعامل مع المتغيرات المالية.

* الكم الهائل من التشريعات والقواعد المنظمة للتعامل في اسواق المال.

* التوجه للعمل باسعار الصرف المعومة مما دعى الحاجة الى وسيلة لمواجهة المخاطر الناتجة من التقلبات المستمرة في اسعار الصرف.

المتعاملون في سوق المشتقات:

هناك ثلاث مشاركين رئيسيين في سوق المشتقات، وربما يؤدون ادوار مختلفة في الظروف المختلفة التي يتعرض لها السوق ويوجد اعداد كبيرة من الأشخاص والأفراد الداعمين لسوق المشتقات وبطرق مختلفة.

١. **المتحوطون Hedgers**: أن هدفهم الرئيس تخفيض المخاطر التي يتعرضون لها عن طريق نقلها الى أطراف أخرى يرغبون بذلك، أذ أن المشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التاكد لكنها لا تضمن تحسين النتائج، وهم هنا يريدون أن يتفادوا التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة باصل معين، وقد يكون المتحوطون أشخاصا" أو وحدات تدخل في عقود عكسية ويستعملون العقود المستقبيلة للمشتقات المالية على سبيل المثال لتخفيض مخاطرة الخسارة من تذبذب الأسعار Fluctuation prices .

٢. **المضاربون Speculators**: وهم يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق مكاسب نتيجة استعدادهم تحمل مخاطرة عالية، حيث انهم يرغبون في اتخاذ مركز في السوق وهم يراهنون على ان السعر أما سيرتفع او سينخفض، فمثلاً أ المضاربون في سوق الصرف الأجنبي يلجئون الى الشراء عندما يكون لديهم اعتقاد بان سعر صرف العملة يكون اقل مما ينبغي Undervaued في حين يكون لديهم رغبة بالبيع عندما يكون سعر الصرف الأجنبي أعلى مما ينبغي Overvalued.

٣. **المراجحون Rbitageurs**: وهم الذين يدخلون في عقود المشتقات عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في الوقت نفسه في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة،وفي هذا النوع من المضاربة يقيد أو يثبت ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر أذ تكون المضاربه ممكنة عندما يكون هناك عدم توافق او عدم توازن بين سعر عمليات التسليم الأجل لأصل ما والسعر النقدي، وكمثال لذلك تلك العمليات التي تهدف ألى الأستفادة من فروق الأسعار النسبية للسلع بين البلدان المختلفة على ضوء اسعار صرف العملات لتلك البلدان وتسمى بعمليات المراجحة.

فوائد استعمال المشتقات المالية:

ان التعامل بالأدوات المالية المشتقة يحقق الكثير من الفوائد لأطرافها، سواء استعملت تلك الأدوات لأغراض التحوط (الحماية) او لأغراض المضاربة وتحقيق الأرباح ويمكن ان نجمل هذه الفوائد بالنقاط الأتية:

* **الأستثمار**: ان الهدف المقصود لكل مستثمر في محفظة استثمارية يتمثل بتحقيقه الارباح وهذا ما تحققه المشتقات عند الأستثمار بها وتنويع محفظته الأستثمارية فضلاً عن انها تحتاج الى مبالغ قليلة للدخول بذلك الأستثمار.

* **ادارة الخطر:** أن الاستعمال الواسع للمشتقات يتمثل بالحماية من مخاطر تقلب اسعار الفائدة أو سعر صرف العملات الأجنبية وذلك باستعمال العقود الآجلة والمستقبلية والخيارات، فضلاً عن امكانية استعمال المبادلات في الحماية من تقلبات اسعار الفائدة، وبذلك تكون هنالك امكانية لأدارة هذه المخاطر والحد منها بالدخول بتلك الصفقات.

* **انخفاض الكلفة:** أن الاستثمار في المشتقات المالية يحتاج الى مبالغ قليلة متمثلة(بالهامش او ألعلاوة) وقد تكون العوائد كبيرة بالقياس الى ما جرى انفاقه من مبالغ مستثمرة بها، مما يوفر فرص وبدائل استثمارية لأستعمال اموال الوحدة في مجالات اخرى.

أن التعامل بالمشتقات المالية يؤدي الى تخفيض التكاليف الأتية:

تكاليف الوكالة: ان المشتقات المالية تؤدي الى تخفيض المخاطرة التي تتعرض لها المنظمة عند الأستثمار بها وهذ يتناغم مع اهداف الأدارات ويكون حافزا" ومشجعا" لها للأستثمار في المشتقات مادامت الأخيرة تحقق لها الأرباح لما يعود لتلك الأدارات من مكافئات فضلاً عن تقوية مراكزها الأدارية في الوحدة، ويمكن للوحدات التي تتمتع بهياكل حوكمه جيدة ان تكون خير مثال لذلك،وقد تكون المشتقات البديل الأفضل للتخلص من نفوذ وضغط حملة الأسهم في المنظمات.

أن نجاح المشتقات في ادارة المخاطر قد اسهمت في تعظيم ثروة الملاّك طالما ان المخاطر وهي احد محددات تلك الثروة وقد امكن السيطرة عليها.

تكاليف المديونية: وهي تتمثل بقدرة الوحدات على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير وقد تكون مباشرة على شكل مطلوبات محتملة كالدعاوي في المحاكم والتي لم تحسم بعد،أو غير مباشرة والمتمثلة بضياع فرصة استثمار اموال الوحدة في قطاعات مربحة نتيجة التكاليف العالية للتمويل الخارجي، الا أن التعامل بالمشتقات يمكن ان تخفض تلك التكاليف، ولذلك يذهب البعض بوصفها بديلاً عن رأس المال ألثابت (أسهم وسندات).

المبحث الثاني

انواع المشتقات المالية

FINANCIAL DERIVATIVES TYPES

من اهم صور المشتقات المالية:

١. الخيارات OPTIONS.

٢. العقود الآجلة FORWARDS CONTRACTS.

٣. المستقبليات FUTURES.

٤. المبادلات SWAPS.

اولآ: الخيارات OPTIONS :

الخيار هو حق استبدال موجود معين بموجود اخر(غالبا ما يكون ذلك نقداً) بسعر محدد وفي موعد محدد (أو قبل الموعد) محدد في المستقبل.

وألخيارات هي عقود تعطي لمالكيها الحق في شراء(أو بيع) كمية معينة من الموجودات وبسعر محدد خلال مدة معينة ويلتزم الطرف الأخر بتنفيذ هذه العقود مقابل حصوله على ثمن مناسب اي علاوة فهو ليس بالشراء او البيع الفعلي ولكن يدفع ثمن الخيار في الشراء أو البيع في مدة زمنية محددة وفي نهاية المدة فان مشتري العقد ينفذ العقد اذا كان بصالحه واذا كان عكس ذلك فانه يتوقف عن التنفيذ الا انه يخسر ثمن حق الشراء أو البيع.

ويمكن تعريفها ايضاً بانها عقود تعطي لأحد طرفيها(مشتري الحق) الحق في شراء او بيع كمية معينة من عملة اجنبية او موجود معين في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يحدد في تاريخ التعاقد،ويكتسب مشتري الحق، الخيار في تنفيذ العقد

أو العدول عنه نظير عمولة يدفعها للطرف الآخر غير قابلة للرد وتدفع عند التعاقد ولا تعد جزءا" من الصفقة.والخيارات تسمح للمستثمرين بالدخول في عقود لبيع أو لشراء الاسهم، السلع، الأوراق المالية بسعر محدد مسبقاً وتسمى(**سعر التنفيذ**) في فترة زمنية قادمة وتتم صفقة الشراء أو البيع بسعر التنفيذ.

اسواق الأختيارات:

يتم فيها تداول ورقة مالية ذات سمة خاصة عليها الأختيار. والأختيار قد يكون اختيار شراء أوقد يكون أختيار بيع،يعطي لحامله الحق في شراء اوبيع ورقة مالية خلال فترة محددة(الأختيار الأمريكي) أو في تاريخ محدد (الأختيار الأوربي) بسعر متفق عليه مقدما"، وبما أن لمشتري الأختيار الحق في تنفيذ عقد الأختيار أو عدم تنفيذه،لذا فانه يدفع عن اعطاءه هذا الحق (لمحرر الآختيار) مكافئة غير قابلة للرد تمثل قيمة شراء الأختيار. ولا يعطي الأختيار(اختيار الشراء) لحامله حق مباشر في ملكية الشركة أو أرباحها اذ لم يتم تنفيذه اي طالما لم يتحقق لمشتري الاختيار ملكية الورقة المالية محل الاختيار.

وألاختيار يسمح للمشتري بخيار من جانب واحد فاذا كانت حركة الاسعار (ايجابية) فان المشتري سينفذ الخيار ويحقق المكاسب، أما اذا كانت حركة الاسعار(سلبية) فان المشتري يمكن ان يحيط بالخسارة الكامنة وذلك عن طريق ترك الخيار دون تنفيذ،وهذا يكون بارزاً من خلال ان الخيارت تجهز المشتري بالتامين ضد تقلبات الاسعار فيما أذا كانت في غير صالحهم وتنحسر خسارة المشتري فقط عندما يدفع قسط التامين(المكافأة) المتعلقة بالخيار لمحرر الخيار.

أنواع الخيارات:

يوجد نوعان من الخيارات:

١. عقود خيارات اسعار الصرف وتنقسم الى:

أ- اختيار الشراء (CALL OPTION) :

وهي عقود مبرمة على احدى العملات الاجنبية تعطي الحق لمشتري العقد في شراء كمية معينة من عملة اجنبية مقابل الدولار قبل أو في تواريخ مستقبلية Expiration Dates باسعار صرف متفق عليها مسبقا" وتسمى سعر الممارسة ???? بحيث يلتزم بائع الحق بتنفيذ الاتفاق أذا اراد مشتري الحق تنفيذه، فأذا ما توقع مستثمر ما أرتفاع سعر صرف عملة اجنبية معينة مقابل الدولار فقد يبادر الى شراء عقد خيار على هذه العملة يعطيه الحق في شراء كمية معينة من العملة في التاريخ الذي يرغب فيه وبسعر ممارسة وسعر الصرف المحدد المتفق عليه في هذا العقد.

أما في حالة أرتفاع سعر صرف العملة الاجنبية المعينة الأني Spot Rate مقابل الدولار في السوق الى مستوى أعلى من سعر الممارسة او سعر الصرف المحدد المتفق عليه في هذا العقد Stirke Rate فأن حامل هذا العقد سيرى أن ممارسة حقه في التنفيذ سيحقق له ربحا" ويكون ربحه الأجمالي هو عبارة عن الفرق بين سعر الصرف الاني السائد في السوق وسعر الصرف او سعر الممارسة المحدد في العقد (سعر التنفيذ) في حين تتحدد قيمة ربحه الصافي عن هذا العقد بطرح قيمة الهامشPremium الذي دفعه حامل العقد لمحرره.

ب- اختيار البيع PUTOPTION

وهي عقود مبرمة على احدى العملات الاجنبية تعطي الحق لمشتري الحق في بيع او تسليم كمية معينة من عملة اجنبية معينة مقابل الدولار في تاريخ محدد في المستقبل بسعر محدد ويسمى(سعر الممارسة) بحيث يلتزم بائع الحق بشراء هـ

الكمية بالسعر المحدد سلفآ في حالة مطالبته بالتنفيذ من قبل مشتري الاتفاق، فاذا ما توقع مستثمر ما انخفاض سعر صرف عملة الاجنبية معينة مقابل الدولار فقد يبادر الى شراء عقد خيار بيع على هذه العملة بهدف المضاربة وأذا ما ثبتت التوقعات وانخفض سعر صرف العملة الاجنبية ألأني مقابل الدولار في السوق الى اقل من سعر الصرف المحدد في العقد المعني، فأن حامله سيرى أن ممارسة حقه في العقد سيحقق له ربحا" ويكون ربحه الاجمالي عبارة عن الفرق بين سعر الصرف أو الممارسة المحدد في العقد (سعر ألتنفيذ) وسعر الصرف السائد في السوق،في العقد لمحرره.

٢. عقود خيارات اسعار الفائدة والتي تنقسم كما يلي:

أ- **عقود خيارات سعر الفائدة (حد أقصى لفائدة ألاقتراض):** وهي عقود تتضمن (ألحد الاقصى) لمعدل الفائدة المحدد في عقد الخيار والذي أذا اقترض مشتري الحق بأعلى منه فان بائع الحق يعوضه عن هذا الفرق بين المعدلين.

لمعدل الفائدة والمحدد في عقد الخيار والذي أذا استثمر مشتري الحق باعلى منه فان بائع الحق يعوضه عن هذا ألفرق بين المعدلين.

ج- **عقود خيارات سعر الفائدة المختلطة (المجمعة):** وهي عقود نجمع بين النظامين السابقين أذ تتضمن حدا اقصى لمعدل الفائدة كعائد للاستثمار بحيث يلتزم بائع الحق بسداد الفرق في حالة قيام المشتري بالاقتراض بمعدل اعلى أو ألاستثمار بمعدل اقل.

ثانياً: العقود الآجلةFORWARDS :

تتم عمليات التعامل الأجل على اساس بيع يتفق عليه الأن بحيث يتم التسليم في الوقت المحدد له في المستقبل.

والعقود الآجلة: هي عبارة عن عقد بين طرفين اساسيين أما لبيع أو لشراء موجود معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل.

اي أن تبادل الدفعات بين الطرفين المتعاقدين لا يتم عند ابرام العقد بل تسويته. وبموجبه يوافق مالك العقد على شراء احد الموجودات بتاريخ الاستحقاق وبسعر متفق عليه فأذا كان سعر الموجودات في تاريخ التسوية أعلى من سعر الشراء فأن المالك يحقق الربح والعكس صحيح.

أن هذه العقود تحدد مواصفات الاصل مل درجة الجودة والتصنيف والكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد.

وأن شروط العقود الآجلة من حيث السعر والكمية وتاريخ السداد لا تكون موحدة في جميع العقود أذ أنها تحدد عن طريقة التفاوض بين الاطراف المعنية.

وبما أن طرفي العقد يلتزمان بتنفيذ العقد في تاريخ التسوية فلن يتحرر من هذا العقد أو ألالتزام الآ اذا تم أعادة التفاوض على الشروط السابقة للعقد والمتعاقدين في اسواق العقود يقلون بخسارة كامنة أو بسيطة بدلآ من فك ألالتزام أو العقد، وأن اسواق صرف ألعملات ألاجنبية هي من ألاسواق ألاكثر فعالية للعقود أو ألمستقبليات.

وتستعمل المصارف والمستثمرين ألعقود ألآجلة بكثرة لتفادي أو لازالة تعرضها لمخاطرة تقلبات أسعار الصرف في مجال ألآستثمارات ألدولية وتدفقات ألآيرادات.

ومن ألمهم أيضاح معنى ألسعر ألاجل Forward Price أذ يعرف بانه سعر التسليم ألذي يجعل قيمة ذلك ألعقد صفرا وأن السعر ألآجل وسعر ألتسليم يكونان متساويين وقت الدخول في العقد ومع مرور الوقت يصبح السعر ألأجل معرضا للتغيير، في حين يبقى سعر ألتسليم كما هو بالطبع، لذلك فأن الآثنين غير متساويين الا ان تكون محض صدفة في الوقت اللاحق لبدء العقد وبصفة عامة يتفاوت السعر الاجل في اي وقت معين مع تفاوت مدة استحقاق العقد موضوع البحث.

انواع العقود الآجلة:

١) **العقود الاجلة لاسعار الصرف:** ويطلق عليها عقود الصرف الآجلة وتستعمل في الحماية من تقلبات اسعار صرف العملات الاجنبية وتستعمل ايضا في المضاربة وتحقيق الارباح وتعرف بأنها اتفاق بين طرفين على بيع او شراء كمية معينة من عملة اجنبية في تاريخ اجل بسعر محدد يجري الاتفاق عليه عند كتابة العقد.

٢) **العقود الاجلة لاسعار الفائدة:** ويطلق عليها عقود الفائدة الآجلة وتستعمل في الحماية من مخاطر تقلبات اسعار الفائدة وفي تحقيق الارباح اذ يجري تثبيت سعر الفائدة على القرض لمدة محددة، وتعرف بأنها اتفاق بين طرفين(مشتري الاتفاق وبائع الاتفاق) على دفع او استلام المبالغ المترتبة على الفرق بين معدل الفائدة المتوقع سريانه عند التنفيذ والمعدل الحالي المتفق عليه فأذا كان المعدل الاول اكبر من المعدل الثاني يحصل مشتري الاتفاق على فرق المعدلين من بائع الاتفاق العكس صحيح.

ثالثا: المستقبليات FUTURES:

هي التزام تعاقد نمطي (standardized) اما لبيع او لشراء موجود معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل. وتختلف عقود المستقبليات عن العقود الاجلة كونها متاحة للتداول في البورصة وتستخدم للتحوط والامان ضد مخاطر تقلب اسعار الفائدة.

انواع العقود المستقبلية:

* السلع (الحبوب، البذور، الماشية واللحوم، الاغذية، الالياف، المعادن، البترول والاخشاب).

* ادوات مالية: اسعار الفائدة والتي تضم اذونات وسندات الخزينة وسندات الحكومة الايطالية والكندية والفرنسية وكذلك العملات الاجنبية والتي تضم الين الياباني واليوريو والجنيه الاسترليني والدولار الكندي والاسترالي.

الغرض من اسواق المستقبليات والعقود الآجلة:

يدخل الافراد الى العقود او التعاقد الذي يدعو الى التسليم في المستقبل(العملات الاجنبية، الاوراق المالية، السلع) ان قيمة العقد تعتمد بصورة رئيسية على القيمة الحالية المخصومة والتي يتم استلامها في تاريخ الاستحقاق.

وعلى سبيل المثال:

قيام مصدر امريكي ببيع الحنطة الى مستورد احنبي والعقد يستوجب تسوية الدفع بالباون الاسترليني خلال ٩٠ يوم.

فأذا كانت القيمة الحالية للباون تساوي (١،٥ $) .

وكان سعر الاتفاق هو (٢£).

فأن المصدر سيستلم ما قيمته (٣$) للكيلو .

فان انخفاض سعر الباون الانكليزي الى (١،٢$) .

فسوف يستلم المصدر ما قيمته (٢،٤$) بعد ٩٠ يوما وهو سوف يخسر في هذه الصفقة.

ان اسواق العقود الآجلة والمستقبليات قد صممت لكي تسمح للأفراد بموازنة اسعار المخاطرة في الصفقات التجارية التي تدعو لتسليم الاموال في المستقبل وهي تسمح للافراد ايضاً بتأسيس او تكوين شروطهم للصرف قبل تاريخ التسليم المستقبلي.

المبادلات SWAPS:

وتدعى ايضا المقايضة، وهي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من تدفق نقدي او موجود معين مقابل تدفق نقدي او موجود اخر بموجب شروط معينة يتفق عليها عند التعاقد.

واهم انواع المبادلات في السوق ما يسري على العملات وعلى اسعار الفائدة، وتعد المبادلات من اقدم العمليات التجارية حيث كانت تستعمل لمبادلة سلعة بسلعة اخرى.

اما الان فهي تتعامل مع تقلبات اسعار الفائدة وتغير قيم العملات للحد من المخاطر وتخفيض متوسط تكلفة التمويل وتحسين معد العائد عن الاستثمار تتمثل الدوافع الاساسية للمبادلات بادارة الاحتياجات التجارية وتحقيق المزايا النسبية للحصول على ديون بتكلفة اقل وكما يلي :

١. ادارة الاحتياجات التجارية:

تلجأ منظمات الادخار والاقراض الى استعمال سوق المبادلات من أجل تحويل موجودات ذات اسعار الفائدة الثابتة الى موجودات ذات اسعار فائدة متغيرة وبالعكس.

٢. تحقيق الميزة النسبية.

تتمثل الميزة النسبية بقدر بعض الشركات على الدخول الى اسواق المال والاستدانة بسعر اقل من بعض الشركات الاخرى.

محددات التعامل في سوق المبادلات:

١. من اجل صفقات تجارية خاصة بالمبادلات فأن احد الاطراف المساهمة يجب ان يجد طرفاً نضيرا له راغبا في الدخول ويحمل توجهات معاكسة له.

٢. بما ان اتفاقية المبادلات هي عقد بين طرفين متعاكسين فان المبادلات لا يمكن تغييرها او ألغائها من دون موافقة الطرفين.

٣. الطبيعة الخاصة لأسواق المبادلات لا تضمن تنفيذ العقود كما في اسواق الخيارات والمستقبليات ونتيجة لذلك فأن اطراف عقود المبادلات يجب أن يتمتعو بمصداقية عالية حتى يتسنى لهم الوفاء بالتزاماتهم.

انواع المبادلات:

١. مبادلة اسعار الفائدة Interest Rates Swap:

هي عقود يلتزم بمقتضاها طرفان بخدمة القرض المستحق على الطرف الاخر (فوائد القرض) وهو تعامل ينطوي على تعقيد شديد مما يستلزم معه توافر اساليب متطورة للتحليل الامر الذي ترتب عليه اقتصار التعامل منها على المؤسسات الماليه الضخمة.

وهي مبادله اسعار الفائدة مع طرف اخر يلتزم بدفع مدفوعات باسعار فائدة بمستويات مختلفة وهذا يعني امكانية مبادلة اسعار فائدة ثابتة بفائدة عائمة وتسمى المبادلة الاساسية.

٢. مبادلة العملات Currency Swap :

وهي مبادلة تدفق نقدي بعملة معينة مقابل تدفق نقدي بعملة اخرى وبسعر صرف محدد مسبقاً.

٣. مبادلة اسعار الفائدة بالعملات الاجنبية Cross Currency Interest Rates:

مبادلة اسعار فائدة باستخدام اكثر من عملة واحدة مثل مبادلة فائدة ثابتة بالدولار مقابل فائدة عائمة بالدينار.

الفصل الثالث
نظرية ألوكالة:
المشاكل والحلول

ألفصل الثالث

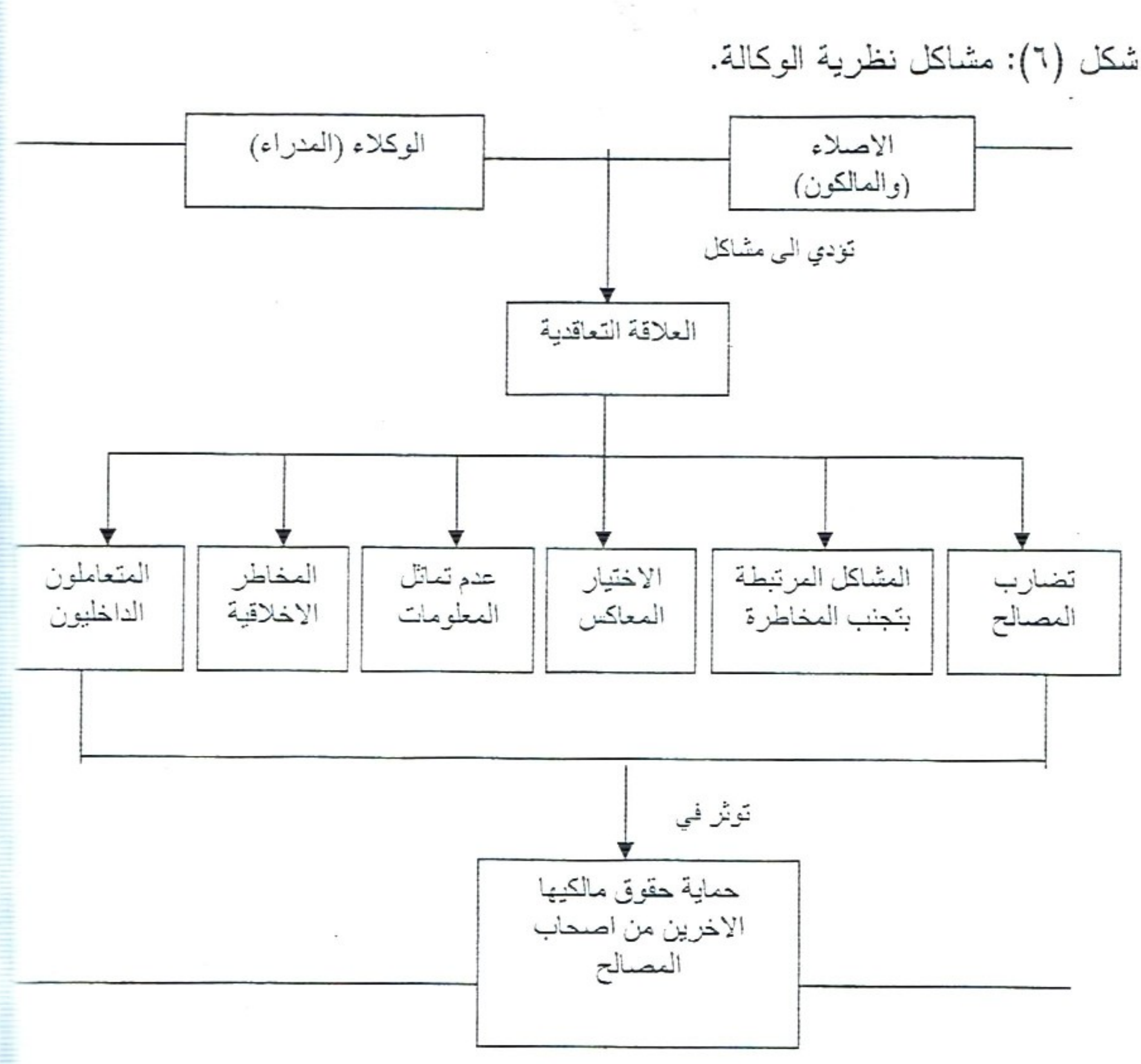
نظرية ألوكالة: ألمشاكل وألحلول

تمهيد

ان أدارة المنظمة في حقيقة أمرها هي وكيلة عن ألمالكين ترعى مصالحهم وتسعى عند اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل لتحقيق اهدافهم وفي نفس الوقت تكون لها مصالح قد تتعارض مع مصالح موكليها لذلك قد اتخذت قرارات تتعارض مع مصالحهم. وتقترح نظرية الوكالة أنه يتم اختيار هيكل رأس المال كدالة للمعلومات ألا متماثلة.

وان صراعات ألمصلحة في مابين مجموعات مختلفة (ألمالكين، ألإدارة، ألمقرضين ....ألخ) قد تنعكس بشكل تكاليف وكالة تعد نظرية الوكالة تعبير للعلاقة التعاقدية بين مجموعتين تتضارب اهدافهما وهما كل من (ألأصلاء) والوكلاء (المدراء)، وتهدف نظرية الوكالة ألى صياغة العلاقة بين هذه المجاميع بهدف جعل تصرفات الوكيل تنصب في تعظيم ثروة المالكين.ومن خلال هذه العلاقة سوف تنشأ العديد من المشاكل. لعدم وجود عقود كاملة والشكل(٦) يوضح ذلك:

شكل (٦): مشاكل نظرية الوكالة.



من خلال الشكل أنفآ أن مشاكل الوكالة تبدو واضحة، أذ من خلال علاقة الوكيل مع ألاصيل سوف تنشآ علاقة تعاقدية Contracting Relationship ونتيجة لعدم وجود عقود كاملة ستنشأ مشاكل عدة سببها الآتي:

١. أن مجرد ربط أداء ألمديرين بالربحية المتحققة أو ألمبيعات يعد بحد ذاته وسيلة لتحقيق الكثير من اهداف الوكيل دون تحقيق (أو على حساب) مصالح الاصيل.

٢. عدم معرفة الاسلوب أو الطريقة التي من خلالها يتمكن الاصيل من أن يتابع تصرفات الوكيل، سيجعل المدراء أكثر سيطرة من المالكين على شؤون المنظمة.

وبالتالي أدى هذا بالنتيجة الى ألتاثير في المخرجات (النتائج)، التي تعود لتنعكس على كل من ألآصلاء والوكلاء، فالمدراء ولمعرفتهم بالامور ألادارية والمالية الخاصة بالمنظمة كافة والتي تكون بالوقت نفسه غير متاح للمالكين، سوف يؤدي ذلك الى جعل القوائم المالية لا تظهر ألارقام ألتي تعبر بعدالة وصدق عن نتيجة أعمال المنظمة وخصوصاً أذا تم ربط المكافئات التي تمنح للمديرين بمقدار ألايرادات أو ألآرباح المتحققة لمدة زمنية معينة. سيؤدي بالنتيجة الى استعمال المحاسب للأجراءات المحاسبية التي تؤدي الى تعظيم ألايرادات بأكثر من حقيقتها بهدف زيادة المكافئات الممنوحة للمدراء، أما بالنسبة للمالكين ستكون ألأرقام الظاهرة بالقوائم ألمالية مظللة لانها لا تظهر المركز المالي الفعلي في تلك المدة وهذا يؤثر في مصالحهم وكذلك لم تكن القرارات المتخذة من قبلهم فعالة لانهم استندوا على أرقام مالية مظللة.

١. مشكلة ألاختيار المعاكس Adverse Selection Problem:

تظهر مشكلة ألاختيار المعاكس عندما يمتلك الوكيل المعلومات التي تثبت أنها مفيدة له لاتخاذ القرارات، وأن ألاصيل لا يعرفها، لذلك فأن ألاصيل لا يستطيع معرفة أذا كان الوكيل قد أتخذ قرارات ملائمة في ضوء المعلومات التي تمت معالجتها من خلال، ألوكيل لآن ألآصيل لا يمتلك هذه المعلومات.

أذ ترتبط مشكلة ألاختيار المعاكس بعملية تتعين المدراء، فمن ألشروط المتعارف عليها في التعيين لوظيفة المدير توفر مهارات عديدة منها ألمهارات ألادارية وألفنية، ألمهارات ألشخصية والتفاعلية، ألمهارات ألفكرية، ومهارات ألاتصال، أذ أن هذه المهارات ضرورية للارتقاء بالمستوى ألأداري للمنظمة وبالتالي تحقيق اهدافها. ومن ألامثلة على مشكلة ألاختيار المعاكس في حالة اسواق السيارات المستعملة فان البائع هو ألوكيل والذي يلاحظ جودة السيارات ألتي يمكنه بيعها، بينما

ألمشتري لا يلاحظ تلك الجودة لآن خبرة البائع أكثر من خبرة المشتري وبالنتيجة فان البائع يمتلك معلومات اكثر من المشتري وبالتالي فان البائع يمكن ان يبيع سيارة ذات جودة رديئة بسعر السيارة نفسه والتي تحمل ذات الجودة العالية، بينما المشتري لا يمكن أن يكتشف ألاختلاف بين السيارة ذات ألجودة العالية من الجودة المنخفضة ألا بعد مدة من الزمن.أذاً فألاصيل يتاثر بمشكلة ألاختيار المعاكس كما لاحظنا في المثال اعلاه ولا يمكنه أن يلاحظ قدرات ومهارات المدراء الفعلية ألآ بالعمل والممارسة وبمرور الوقت يكتشف ان اختياره ايجابي او سلبي وحينئذ يكتشف المالكون مهارات المدراء الفعلية.

ولمعالجة هذه المشكلة هنالك أليتين للمعالجة، ألاولى هو أن يتم أختيار المديرين ذوي الخبرات القابلة للتطوير وتطوير قدراتهم من خلال التعليم مع مراعاة محدد (التكلفة/ المنفعة). أما الثانية لمعالجة مشكلة الاختيار المعاكس وهي عملية الانتقاء (Screening) ففي ظل هذه الحالة يستعمل الاصيل مجموعة من الخصائص التي يمكن ملاحظتها والتي ترتبط بمقاييس المنفعة. لينتقي من هم اكثر ملائمة لاداء العمل المتوقع على اساس المهارات المتوافرة. ويمكن للأصيل أن يلاحظ الخصائص لعدد من المديرين وينتقي ألأفضل.

أن المحدد الرئيس لاختيار المدير المناسب الذي ينبغي ان يعتمده المالكون ومجلس ألادارة هو مستوى المهارة والكفاءة التي يمتلكها المدير وان لا تدخل في عمليات الاختيار العوامل الاخرى كالضغوطات والوساطة التي يمارسها بعض المساهمين او لجنة الاختبار لأن تدني مستوى مهارة المدير سيؤدي الى ضياع مستقبل المنظمة .

أن لمعالجة مشكلة ألاختيار المعاكس بجانب ما تم ذكره اعلاه، أن يتم ألاستفادة من تجارب المنظمات المماثلة والتي تنتمي الى قطاع الأعمال نفسه،

وتشكيل لجان لهذا الغرض، مع ضرورة رقابة اللجان المكلفة باختيار وتعيين المدراء من خلال دراسة تاريخهم الوظيفي أذا كانوا من اللذين يمتلكون خبرة وظيفية سابقة في شركات اخرى ومعرفة الأعمال التي قاموا بها في المنظمات السابقة والتاكد من صحة ألاوراق المقدمة للتعيين ووضع معايير للاختيار من بين المتقدمين لشغل الوظيفة مثلا:-

ب- عدد الدورات التطويرية التي اجتازها في مجال الاختصاص.

ت- السمعة وحسن الخلق والنزاهة في ادارة اعمال المنظمة.

ث- الشهادة الحاصل عليها(على أن يتم تحديد الشهادة المطلوبة لشغل المنصب في ألأعلان).

ولغرض جذب العناصر الكفوءة، ضرورة أن تتضمن عقود التعيين اساليب الثواب والعقاب، فاساليب الثواب تعني منح المدراء مكافآت تشجيعية، وعلاوات،وكتب الشكر والتقدير أذا تم تحقيق ما مطلوب بنسبة أعلى من ألمخطط، أما أساليب ألعقاب تعني حرمان ألمدير من ألمكافآت والعلاوات، وتوجيه كتب العقوبات ألانضباطية اذا لم يتم تحقيق الهدف المخطط أو تم تحقيقه بنسبة أقل من المطلوب، وبالتالي يتم أستبعاد العناصر غي الكفء وجذب العناصر الكفء وأصحاب المهارات ألعالية.

٢. مشكلة عدم تماثل المعلومات Informaion Asymmetry Problem:

تعرف حالة عدم تماثل المعلومات هي الحالة التي تكون فيها المعلومات متاحة ومعروفة لطرف واحد، لكن الطرف الثاني لا تتوفر لديه مثل هذه المعلومات وتؤدي هذه الحالة الى عدم كفاءة ألاسواق لان معظم المشتركين بألاسواق سيكونون

غير قادرين على الوصول الى المعلومات التي يحتاجون اليها في عملية اتخاذ القرار.

وفي ظل العلاقة التعاقدية بين ألاصيل والوكيل لنظرية الوكالة هناك حالة من عدم تماثل المعلومات، اذ أن ألاتصال سيكون غير كفء بين ألأصيل وألوكيل لاسباب عدة:

أ- تشعب وكثرة ألأعمال ألتي يوكل بها ألاصيل ألى الوكيل.

ب- قد يكون أخفاء متعمد للمعلومات من قبل الوكيل بحجة ضعف وسائل ألارسال وألاستقبال.

ج- عندما تكون قدرة ألأصيل على ادراك ومتابعة تصرفات الوكيل مقيدة ومحدودة بعوامل عدة معروفة فقط للوكيل وبالتالي سيخفض الوكيل من جهوده أو يتهربون بسبب قدرتهم على تخفيض ادائهم.

وهناك اسباب اخرى مثل، ألاختلافات بين التحفيز وألاختلاف في المعرفة. فمن حيث ألاختلاف في التحفيز، أن خسارة شركة أنرون كانت بسبب تأكيد المنظمة على تعظيم المصلحة الذاتية للوكلاء وفي النتيجة كان ذلك على حساب مصلحة المنظمة، وبالتالي حصل المساهمون على خسارة مالية كبيرة وخسارة في سمعة المنظمة.أما الجانب ألثاني فأن ألاختلاف في المعرفة بسبب عدم معرفة المالكين على قدر كاف من المعلومات بحكم موقعهم وواجباتهم الموكلة لهم، وبالتالي فان المدير على علم ومعرفة اكثر من ألأصيل بالجوانب ألادارية والمالية للمنظمة كافة.

٣. مشكلة ألمخاطر ألأخلاقية Amoral Hazard Problem:

تعرف المخاطر ألأخلاقية بأنها ألمخاطر ألناجمة عن تصرفات ألوكيل ألاقتصادية ألهادفة الى تعظيم ثروة وبالوقت نفسه يلحق ألضرر بالاخرين، ففي هذه

ألحالة فان الوكيل لا يتحمل النتائج كافة بشكل متساو مع ألأصيل، وقد أوضح (Kaplan and Athkinson) مشكلة المخاطر ألأخلاقية بأنها المشكلة التي تظهر في ألاوضاع التي يكون فيها ألمدير لا يعمل ضمن ألشروط التعاقدية. ومن ثم فان المعلومات التي يوصلها المدير من خلال القوائم المالية والتقارير المحاسبية لا تمثل المعلومات الحقيقية عن مستوى الجهد المبذول.

أن مشكلة المخاطر ألأخلاقية تنشأ عندما لا يستطيع ألأصيل أن يستدل على تصرفات الوكيل، كأن يلجأ المدير الى التأثير في الدخل القابل للتوزيع باتباع سياسات محاسبية مختلفة.مثال ذلك كأن يكون التعاقد بين الوكيل وألاصيل على أساس المكافأة أو التعويض على اساس الناتج المتحقق، هذا العقد سيوزع المخاطرة بينهم ويعطي حافزاً للمدير لبذل الجهد، أما في حالة افتراض أن المدير متجنب المخاطر بموجب هذا العقد فأن المدير يخضع الى مخاطرة غير مرغوبة من قبله، وبذلك يكون العقد عديم الفائدة بالنسبة للمدير، لذن فبهذه الحالة ولكون المدير متجنب للمخاطر فأنه يفضل الرواتب الثابتة، من جهة ثانية فأن المالك لا يرغب بان يكون المدير متجنب المخاطرة، لآن تفضيل المدير للرواتب الثابتة لا يمنحه الحافز ببذل الجهد المطلوب، وهكذا فأن غياب ألمعلومات ألاحقة عن مستوى جهد المدير تؤدي الى عدم امكانية المالك على مستوى الجهد المطلوب. وهكذا فان فأن غياب المعلومات ألاحقة عن مستوى جهد المدير تؤدي الى عدم امكانية المالك التعاقد على مستوى الجهد وتحديد تعويض المدير بناء" على هذا الجهد.

أن ألاصيل سيواجه صعوبتين، ألاولى تتعلق بعدم استطاعته أن يقيم عقود مع الوكيل مبنية على اساس ملاحظة تصرفات ألوكيل بسبب زيادة تكاليف ألأشراف، فضلاً عن أنه من غير المرغوب فيه وجود رقابة على تصرفات المدير من داخل

المنظمة، والثانية هي أن ألأصيل لا يمكن له أن يقيم عقدا" كاملاً على أساس مستوى المخرجات.

ومن ألأمثلة على مشكلة المخاطر ألأخلاقية هي(علاقة المقرض والمقترض) اذا اقرض احد ألأشخاص مبلغاً من النقود الى شخص أخر، يكون هنا أحتمال دفع قيمة القرض في الموعد المحدد أو ألتخلف عن ألايفاء بالمبلغ والتي يمكن أن تنتج عن تصرفات الشخص ألذي اقترض المبلغ والتي لا يمكن للشخص الذي اقرض النقود أن يلاحظ بعناية تصرفات الشخص المقترض.

اذ هناك عوامل عدة تؤثر في صيغة التعاقد بين الاصيل والوكيل منها شكل التفضيلات لكل طرف، حالات عدم التأكد وهيكلة المعلوماتية في بيئة ألأعمال.

ومن المشاكل ألأخرى التي تنتج عن مشاكل المخاطر ألأخلاقية هي مشكلة المتعاملون الداخليون Insiders Trading، وتحدث هذه المشكلة اذا استعمل المتعاملون الداخليون معلومات غير شائعة للجميع والتي تعد معلومات مهمه حول انشطة المنظمة المهمة، اذ للمنظمات الحرية في المنع أو السماح للمتعاملين الداخليين أن يستغلوا المعلومات غير المتاحة للكل ألاطلاع عليها، فتنشأ هذه المشكلة في حالة أذا سمحت المنظمة بذلك فسوف ينتفعون من المعلومات غير العامة وسواء أكانت هذه المعلومات جيدة أم سيئة. غير مباليين بان هذه العمل سيجعل ألمنظمة تربح أو تخسر. ويبرر ذلك بقولهم:

أن الفرصة من الربح من هذه الطريقة ستجعل المديرين يميلون الى زيادة اسعار اسهم المنظمة على حصة من ألأرباح المتحققة، أما أذا خسرت المنظمة فان المساهمين وحدهم سيتحملون الخسارة. أوقد يمكن للداخليين أن يخفوا أو ينشروا معلومات كاذبة بهدف ألانتفاع من بيع أو شراء أوراق مالية ليس لها اهمية، أذ أن المنظمة وخصوصاً المديرون في مستوى ألادارة ألدنيا يمكن أن ينتفعوا من

ألمعلومات ألمهمة والمرسلة ألى مشرفيهم بهدف استغلالها والحصول على ألأرباح ففي هذه ألحالة، ليس للمساهمين أي مصلحة في السماح للداخليين في استغلال المعلومات ألداخلية بسبب أنهم ليس لديهم القدرة على منع الداخليين من هذا ألتصرف.

ولمعالجة هذه المشكلة تصمم العقود على اساس الحوافز والمشاركة في المخاطر فضلاً عن استعمال اسلوب المكافأة والعقوبات، فيتم معاقبة الوكيل أذا لم يتم تحقيق النتائج المطلوبة نتيجة لتصرفات الوكيل غير الملائمة، ومكافأتة عندما تتحقق النتائج المطلوبة بشكل اكبر من المتوقع نتيجة لجهود الوكيل. وتصميم نظام للمعلومات يعطي صلاحية الدخول الية، فقط للأشخاص ألذين يستعملون ألمعلومات في تمشية أعمال ألمنظمة فضلاً عن الرقابة المستمرة على تصرفات ألمديرين.

٤. **مشكلة تحمل ألمخاطرة**: تواجه الشركات أليوم وأياً كان المجال ألذي تعمل بظله ألكثير من التحديات ألتي أتسمت بها بيئة ألأعمال المعاصرة، أذ اصبح من الصعب السيطرة عليها، اذ أنها خارج سيطرة المنظمة ومن هذه التغييرات:-

أ- ألتقدم التكنلوجي، مثل أتمتة المعلومات، ألذكاء الصناعي،:التي جعلت العامل مجرد مشرف على ألأنتاج وليس له دور رئيس كما كان سابقاً.

ب- ازدياد شدة المنافسة العالمية.وظهور حالات ألاندماجات بين المنظمات والتكاملات ألاقتصادية.

ج- اختلاف أذواق ورغبات الزبائن،مما حدا بالشركات الى تتغير سياساتها ألانتاجية، فبعد أن كانت الشركات تنتج لتخزن أصبحت ألان تنتج لتبيع ألى السوق مباشرة" من خلال دراسات السوق التي تجري من قبل تفعيل دور قسم البحث والتطوير في الشركات كافة. فضلاً عن أن دور المنظمات اصبح البحث عن زبائن جدد من خلال تقديم ما يلائم أذواقهم من سلع وخدمات.

د- العوامل الاقتصادية والسياسية أيضاً لها تاثير كبير مثل ألارتفاع العام للأسعار والحروب والعلاقات الدولية.

هـ- العوامل البيئية وألاجتماعية مثل التلوث البيئي وألاحتباس الحراري، وازدياد دور الوحدة الاقتصادية في ألاهتمام بالبيئة والمحافظة عليها وما يترتب على ذلك من ايرادات وتكاليف. وغيرها من العوامل التي جعلت عامل عدم التاكد مؤثر جداً. فالعوامل اعلاه وغيرها يكتنفها حالات من عدم التاكد وفي هذه الحالة يكتنف اعمال المنظمات عامل المخاطرة، لذلك فان تجنب المخاطرة يكون من قبل المديرين يقودهم الى تقويم نتائج ألاستثمارات أو التصرفات التي تحمل عامل المخاطرة بأقل من توقعاتها وهذا يؤثر في مصالح المالكين،أذ أن المالك يقيم ألاستثمارات بقيمتها المتوقعة وبذلك يكون المالك محايد للمخاطرة،أذ يمكنه أن ينوع من الاستثمارات لتوزيع المخاطرة بين ألاستثمارات المختلفة.أذ تشير نظرية الوكالة ألى ضرورة أن يتم توزيع المخاطر بين المديرين والمالكين أذ يحقق الموائمة والتوافق في تحمل المخاطر وخصوصاً في ظل ظروف عدم التاكد.

ولحل هذه المشكلة ضرورة تصميم العقود التي تكفل الحد من هذه المشكلة وعمل توافق بين تحمل المالكين لكامل المخاطرة وبين دفع تعويض ثابت للمديرين، اي عدم اشراكهم في المخاطرة،لغرض تخفيض التهرب من المخاطرة.

٥. مشكلة تضارب المصالح Conflicts Of Inerests Problem :

يعد مصطلح تضارب المصالح من المصطلحات الشائعة ألاستعمال في المجالات كافة التي يتم فيها اتخاذ القرارت، وتظهر هذه المشكلة في ظل نظرية الوكالة لكون العلاقة بين كل من ألأصيل والوكيل علاقة متداخلة فالوكيل المديرون تتمثل واجباتهم في ادارة شؤون المنظمة مقابل حصولهم على تعويض من المالكين (ألأصيل)، أما المالكون فمصلحتهم بالمنظمة هي تعظيم الثروة وتحقيق عائد مناسب

على استثماراتهم. ويشير البعض الى انه يحدث التعارض نتيجة لامكانية تعظيم المديرين لمنافعهم الخاصة في الوقت الذي يرغب فيه حملة ألأسهم تعظيم ارباحهم الخاصة، وينمو هذا التعارض عندما تكون القرارات التي يتخذها المديرون لتعظيم منافعهم الخاصة لا تعظم ثروة حملة ألسهم، فالمدير قد يختار البدائل المحاسبية التي تزيد من ألأرباح المحاسبية عندما تكون خطة تعويض الادارة ترتبط بالارباح. أذا هذه العلاقات متداخلة، ففي الوقت الذي يسعى فيه المالكون الى تعظيم ارباحهم فان المديرين ايظاً يسعون الى تعظيم منافعهم المتمثلة بزيادة التعويض الممنوح لهم والتي ترتبط في اغلب عقود الوكالة بما متحقق من ايرادات أو صافي ألأرباح المتحققة للمنظمة من خلال اعلاه يتبين انه يتضمن العناصر الآتية:

أ- هناك طرفين الطرف الاول يسمى ألأصيل وهم حملة ألأسهم في الشركات المساهمة(المنظمة)، أما ألطرف الثاني فيسمى الوكيل وهم المديرون الذين يتم تعيينهم من قبل المالكين.

ب- هناك التزام تعاقدي، مهني، توكيلي، أو قانوني.

ج- يتصرف الطرف الاول(الوكيل) أميناً على مصالح الطرف ألأخر(الاصيل).

د- أن لكل طرف من ألأطراف مصالح يهدف الى اشباعها وسواء أكانت هذه المصالح مادية او معنوية.

اذ أن مصالح كل من الطرفين قد تكون حالية أو مستقبلية، كما انها قد تكون مصالح مالية فضلاً عن المزايا العينية، كما أن ألادارة قد تحصل على هذه المنافع بصورة مباشرة او غير مباشرة وتبوب هذه المصالح الى العناصر ألاتية:

- الرواتب والمكافآت: وهي تكون نظام الحوافز ألادارية وسواء أكانت هذه الحوافز مالية ام عينية، ويمثل هذا العنصر العائد المباشر الذي يحصل عليه بصوره منتظمة وبناء" على تعاقد رسمي بينهما وبين اصحاب رأس المال.

- تكوين شهرة أو سمعة أدارية: ويقصد بها تكوين قيمة للادارة كموجود بشري ويتم تكوين هذا ألموجود (الشهرة ألادارية) عن طريق السمعة الحسنة في سوق العمل ألاداري، ويمثل هذا العنصر عائد غير مباشر للادارة، أذ ياتي عن طريق نجاح الادارة في رفع اسعار اسهم وسندات المنظمة في سوق الاوراق المالية، وينعكس في زيادة فرص العمل المتاحة لفريق ألادارة وزيادة مستوى الرواتب والمكافآت التي تعرض عليه.

ملكية ألإدارة في رأس مال المنظمة Stock Ownership، تستطيع ألادارة تحقيق عائد بصورة غير مباشرة وذلك عن طريق ملكية جزء من رأس المال،ففي هذه الحالة يتم الربط بين مصالح كل من ألادارة وحملة ألأسهم ويصبح لدى ألادارة دافع قوي للعمل على زيادة قيمة المنظمة ممثلة في اسعار اسهم رأس المال. وعليه فان أحدى السبل التي يمكن ان تحقق بها ألادارة منافع ذاتية لها يكون عن طريق التصرف بما يؤدي ألى زيادة أسعار أسهم ألمنظمة في سوق ألأوراق ألمالية.

توجد أنواع أخرى من ألمصالح ألتي قد تكون كامنة أو محتملة مثل رغبة المديرين في ألحصول على ألترقية أو ألترفيع اذا كانت نتيجة اعمال ألمنظمة جيدة مقارنة بالسنوات السابقة، أو رغبتهم بالحصول على كتب ألشكر وألتقدير أو ألحصول على قدم وظيفي، أو خوف ألمدير من ألحوافز ألسلبية مثل كتب ألعقوبة اذا لم تحقق ألمنظمة نتيجة ألأعمال ألمرغوب بها أو ألتي تهدف أليها ألمنظمة، أو تنزيل ألمدير درجة وظيفية أو حجب ألعلاوة أو قطع ألراتب، لهذه ألاسباب فان مصالح ألمديرين تتضارب تماماً مع مصالح ألمالكين التي تهدف بالدرجة ألاساس

ألى زيادة ألقيمة ألسوقية للأسهم وتحقيق مركز مالي جيد مقارنة بالمنظمات ألمماثلة أو ألمنظمات ألتي تنتمي للقطاع نفسه. على أن يتم ذلك بأقل جهد ممكن وألاستفادة من أوقات ألراحة وكذلك ألمزايا .ألأخرى مثل أستعمال موجودات المنظمة لأغراضه ألخاصة.

٦. التقييم ألأخلاقي لمشكلة تضارب ألمصالح:

تختلف المواقف تجاه مشكلة تضارب ألمصالح ألى حد بعيد، وذلك لأنها تعد مشكلة واسعة ألانتشار، بمعنى أنها مشكلة لا يمكن تجنبها، اذ لا يمكن أن نحدد بدقة أبعادها ألأخلاقية وخصوصا" أنها تحتاج ألى أشخاص ذوي كفاءة للتعامل معها، هذه ألميول تصبح مواقف نسبية تفند كثيراً بواسطة الحقائق، وتم اثبات ألضرر ألأخلاقي لتضارب ألمصالح للأسباب:

١. يسبب تضارب ألمصالح ضرر أخلاقي بالدرجة الأولى للأصيل(ألمالك)، لأن ألوكيل (ألمدير) يعمل وفقاً لمصلحته ألذاتية وبالتالي فأن ألمتضرر ألاساس هو ألمالك.

٢. تؤدي مشكلة تضارب ألمصالح بألوكيل ألى تقديم تقارير مالية مضللة ألى كافة مستخدمي القوائم ألمالية ومهم ألمستثمرين ألمحتملين أو ألمرتقبين، أو تحتفظ بألمستثمرين ألحاليين، لكن عاجلاً أم أجلاً سيكتشف ألمستثمرون عدم تحقيق مصالحهم وان ألتقارير ألتي قدمت لهم لاتبين ألمركز ألمالي ألفعلي للمنظمة في تلك المدة.

٣. أن التضارب ألنظامي في المصالح (ألذي لا يترتب عليه ضرر لمصالح الطرف ألأخر) وألذي لا يمكن ألغاءه يبقى تضارب في المصالح في حد ذاته، اذ أن الوكيل غير ملام لايجاد نفسه في حالة من تضارب المصالح وان هذه الحالة لا يترتب عليها نتائج أو أضرار أخلاقية.

٤. أن لتضارب المصالح ضرر للطرف الثالث ويكون هناك أتجاه غير عادل، فأذا عمل ألوكيل على تعظيم قيمة ألأسهم في ألمنظمة ألتي يعمل فيها سيجذب مستثمري ألشركات ألأخرى وبالتالي تخسر ألمنظمات ألأخرى مستثمريها.

٥. يجب على ألمنظمات (أو ألشركات) ألتي تظهر لديها حالة تضارب ألمصالح أن تبحث عن ألحلول الكفيلة بازالتها.

أن حل مشكلة تضارب ألمصالح يتم من خلال ألتي:-

أ- ألحلول التي تهدف ألى منع ألتضارب قبل وقوعه:

١. تغيير الشخص الذي يجب ان يتخذ القرار: لغرض حل المشكلة مبكراً وقبل وقوعها وألتي تتضمن نقل او تحويل صلاحية اتخاذ القرارات من المهنيين وألاداريين والتنفيذيين وألذين يشتبه بانهم أقرب ألى تضارب مصالحهم ألى شخص أخر مثل أستعمال خبراء أو أستشاريين من خارج ألمنظمة.

٢. التجريد من المصالح الخاصة: وألذي يتضمن تعهد الوكيل أن يتخلص من اي مصالح خاصة وبالوقت نفسه ترك مهمته الوظيفية كلما ظهرت حالة من تضارب المصالح، مثال ذلك مديرو البنك المركزي أو مديرو وزارة المالية يتعهدوا أن لا يملكوا أي اسهم في المنظمات المالية أو التي سيتعاملون في مواقعهم الجديدة أو ترك مهامهم ألادارية بعدهم حملة أسهم في المنظمة ويعد هذا ألنوع من الحل القاسي للوكيل (ألمديرون) وذلك لانه يتضمن قبول الوكيل أما خسارة مالية أو ترك وظيفته ألتي يشغلها لارتباطها بمصالحه ألشخصية.

ب- ألحلول ألتي تحول دون وقوع ألمشكلة عند وقوعها:

١. الافصاح عن المصالح الخاصة: يظهر تضارب المصالح في حالة عدم تماثل ألمعلومات، اذ أن ألغرض من ألافصاح لتصحصح حالات عدم تماثل المعلومات عن

طريق التأكد من أن ألمالكين يعلمون عن حالات تضارب المصالح، اذ أن أغلب الحلول تكمن في الواجبات ألأخلاقية مثلاً اخفاء تضارب المصالح يعد طريقة للخداع أو ألتضليل. وألذي يسبب أضرار للأطراف ألتي تتعامل مع ألمنظمة ويؤخذ هذا ألافصاح أشكالاً مختلفة:

- ألافصاح عن اي مصالح خاصة التي ستتضارب مع ألوظائف ألمهنية، والتعاقدية، أو القانونية مثلا، أن يكون على ألادارة ألعليا ألافصاح عن ألممتلكات كافة ألتي تخص المنظمة وتقديم تقرير مفصل باي مصالح عائلية وألامور ألشخصية (مصالح حملة ألأسهم ومصالح ألمنظمة) والتي ستفيد في مصداقية القرارت المتخذة في المستقبل، ففي الكثير من الدول توجد سجلات بالمصالح الخاصة وتحفظ بشكل امين ويكون هذا ألحفظ أما عن طريق ألحاسوب أو يدوياً عن طريق ألسجلات، اذ لا يمكن الوصول اليها الا من قبل اشخاص مخولين بالوصول اليها مثل الموظفين الحكوميين كموظفي ديوان الرقابة المالية أو موظفي دائرة المفتش العام ويتم تحديث هذه السجلات دورياً.

- ألافصاح عن تضارب ألمصالح للرئيس ألأعلى للوكيل أو ألى هيئات ألرقابة ودائرة ألمشروع العام ودوائر الضريبة.

- ألافصاح عن تضارب ألمصالح للأصيل(ألمالكين)، أي على الوكيل ان يقدم المعلومات كافة بامانة وعدالة ومصداقية عن التفاصيل الخاصة بتضارب المصالح وهذا يجعل ألأصيل أكثر معرفة ويتخذ ألقرارات ألسليمة.

- اذا كانت حالة التضارب واضحة لكافة ألأطراف من خلال ألأفصاح عنها، يكون في هذه ألحالة لاضرورة للأفصاح اذ أن ألمهنيين والشركات والمنظمات تميل الى ان تكون هناك قواعد مصممة خصيصاً لتحديد التضارب والخاطر التي تنتج عنها، لذلك فانها سوف تفرض بوساطة القوانين أو عن طريق وضع التعليمات من خلال

الفصل الرابع
دوال القيمة الأربعة للأسهم

الفصل الرابع
دوال القيمة الأربعة للأسهم

تمهيد:

ان الكم الكبير الذي تقوم المصارف عادة بتعبئته من الموارد والفرص الكبيرة المتاحة امامها لاستخدام هذه الموارد لا تدعان مجالا للشك في ان الرافعة المالية التي يمكن ان يحققها أي مصرف لابد ان تكون مرتفعة للغاية. وهذا الاستنتاج هو عين الصواب لو لا وجود مشكلة لا يمكن لاي مصرف يعمل باموال المودعين الا ان يواجهها الا وهي مشكلة السيولة.

فالكم الكبير من الودائع تحت الطلب لابد من ان يجعله متحفظاً في استخدامها بشكل يزيد من احتمالات تعرضه لمخاطر عدم تلبية احتياجات المودعين والفرص المغرية للاستخدام لابد من ان يدفعه لاستغلالها من اجل تحقيق اعلى عائد على راس المال. فما الحل؟

هل يضحي المصرف بالربحية ليحقق هدفي السيولة والامان او يغامر بالسيولة والامان من اجل تحقيق هدف الربحية؟ والجواب البديهي ان عليه ان يوازن بين هذه الاهداف الثلاثة فيحتفظ بالحد الادنى من السيولة التي تمكنه من الوفاء باحتياجات زبائنه ويستثمر ما تبقى منها في استخدامات مربحة. ولكن ما هي احتياجات زبائنه وكيف له ان يتنبأ بها؟

ما هو حجم السيولة الذي سيحتفظ به؟ وفي أي نوع من انواع الموجودات؟ والى متى؟ وما هو المبرر لاحتفاظه بهذا الكم من السيولة دون غيره وفي هذا النوع من الموجودات دون غيره ولهذه المدة او تلك؟ وما هي الاسباب التي تدعوه الى زيادة او خفض حجم السيولة المحتفظ به وكيف تتم تغطية العجز فيها واستثمار

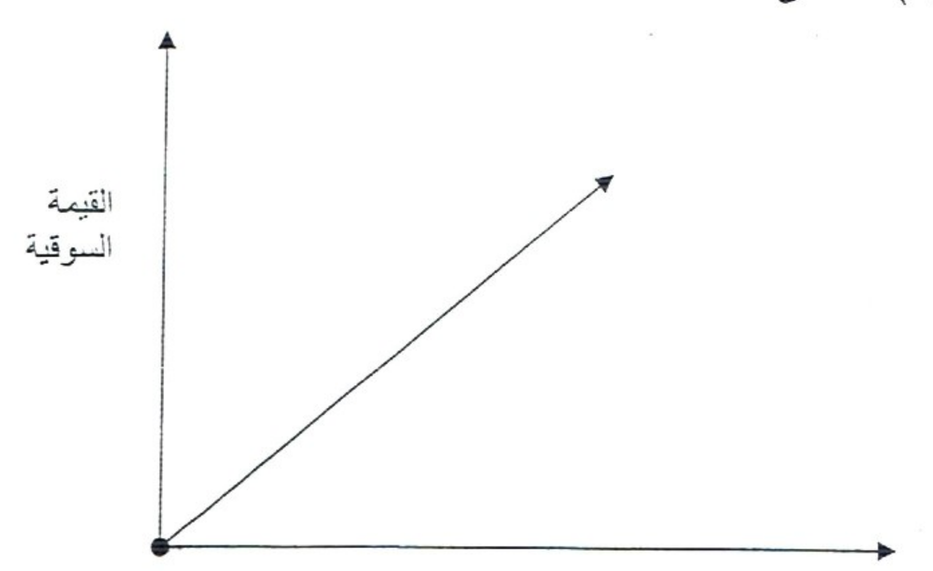
الفائض منها؟ فبدون الاجابة على هذه الاسئلة باسلوب علمي دقيق لا يمكن لاي مصرف ان يدعي بانه يدير سيولته بكفائة.

وهناك اربعة دوال للقيمة ويمكن تحديدها كالاتي:

اولا: العلاقة الدالية بين القيمة السوقية والسيولة:

السيولة هي امكانية تحويل الموجودات المتداولة الى نقدية وتختلف درجة مرونة تحويل الموجودات المتداولة بعضها عن البعض الاخر فمنها ما يتم تحويله بسرعة الى نقدية كالاستثمارات المالية في الاسهم ومنها ما يصعب تحويله نوعا ما الى سيولة نقدية كالمخزون لذلك فان للقيمة السوقية للسهم علاقة دالية مع السيولة فاذا ما نظرنا الى السيولة الخاصة بالمنظمة من الناحية الايجابية فانه يمكن الحكم على ارتفاع القيمة السوقية للسهم وتكون هذه العلاقة طردية حيث كلما كانت درجة السيولة عالية ترتفع القيمة السوقية للسهم والسبب في ذلك هو امكانية دخول المشروع في مجالات استثمارية داخلية او خارجية في حالة توفر السيولة لديها ومن ثم تؤدي هذه الارباح الى ارتفاع قيمتها السوقية وهذا يمكن ملاحظته من خلال الرسم البياني الاتي حيث تفيد هذه العلاقة بتوجيه القرارات الادارية وتوفير الاموال للاستثمارات سواء كانت قصيرة الاجل او طويلة الاجل.

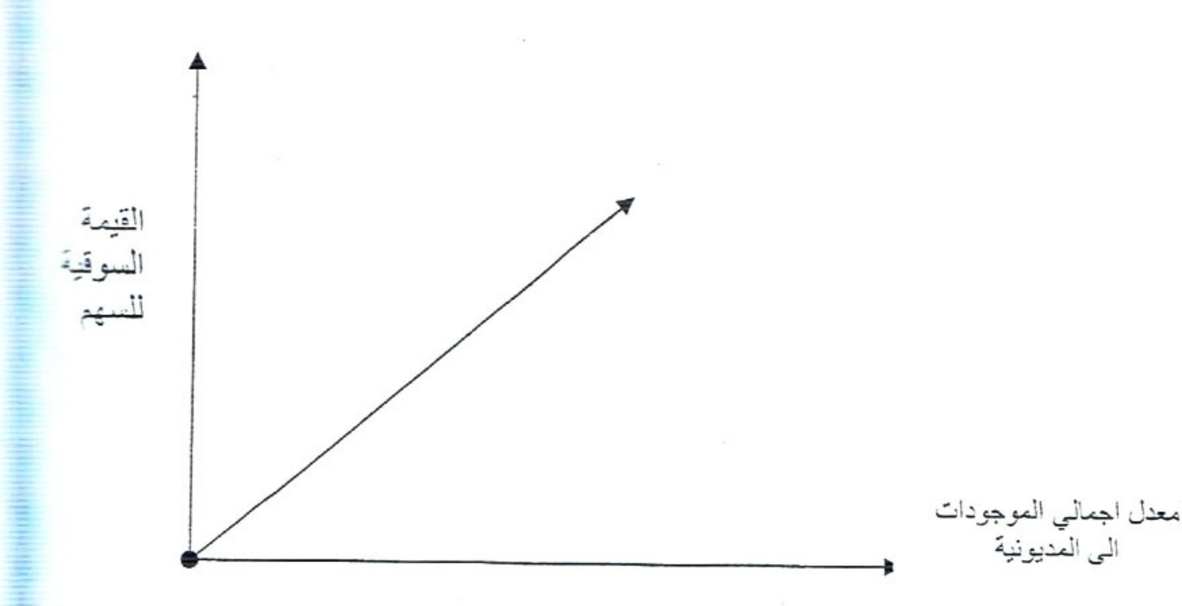
شكل (٧): منحنى العلاقة الدالية بين القيمة السوقية والسيولة.



ثانياً: العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على الوفاء بالالتزامات:

تكون قدرة المنظمة بان لها قابلية على الايفاء بالالتزامات من خلال قابليتها بالايفاء بالالتزامات المستحقة الاداء في تاريخ الاستحقاق ولابد من التمييز بين اسليولة وقدره المشروع على اداء الالتزامات في تاريخها وهذا يساعد على تصنيف الالتزامات من حيث درجة السداد الى مجموعتين التزامات مبكرة السداد- التزامات اجلة السداد. يعتبر هذا التصنيف في بيان مصادر التمويل التي يمكن الاعتماد عليها في سداد الالتزامات من تاريخ استحقاقها وكذلك بيان نوع التمويل سواء كان داخليا او خارجيا ولبيان العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على اداء الالتزامات لابد من دراسة هذه الظاهرة. فهذه العلاقة بين القيمة واستخراجها من البيانات المحاسبية المدرجة في الكشوفات المالية مثل النسب المالية ونسب اجمالي الاصول الى المديونية ولتوضيح ذلك يمكن ملاحظة الرسم البياني التالي حيث يلاحظ من خلاله انه كلما زاد معدل العائد من اجمالي الموجودات المديونية فان ذلك يؤدي الى زيادة القيمة السوقية للسهم حيث يلاحظ ان معدل العائد من صفر الى واحد ويلاحظ ارتفاع في القيمة السوقية من واحد الى عشرة عندما ازداد معدل العائد من واحد الى اثنين نلاحظ ارتفاع القيمة السوقية الى عشرين وهكذا فان العلاقة تكون بالزيادة دائما فكلما زاد معدل اجمالي الموجودات الى المديونية زادت القيمة السوقية بنفس الدرجة.

شكل (٨): منحني العلاقة بين معدل الموجودات الى المديونية والقيمة السوقية.

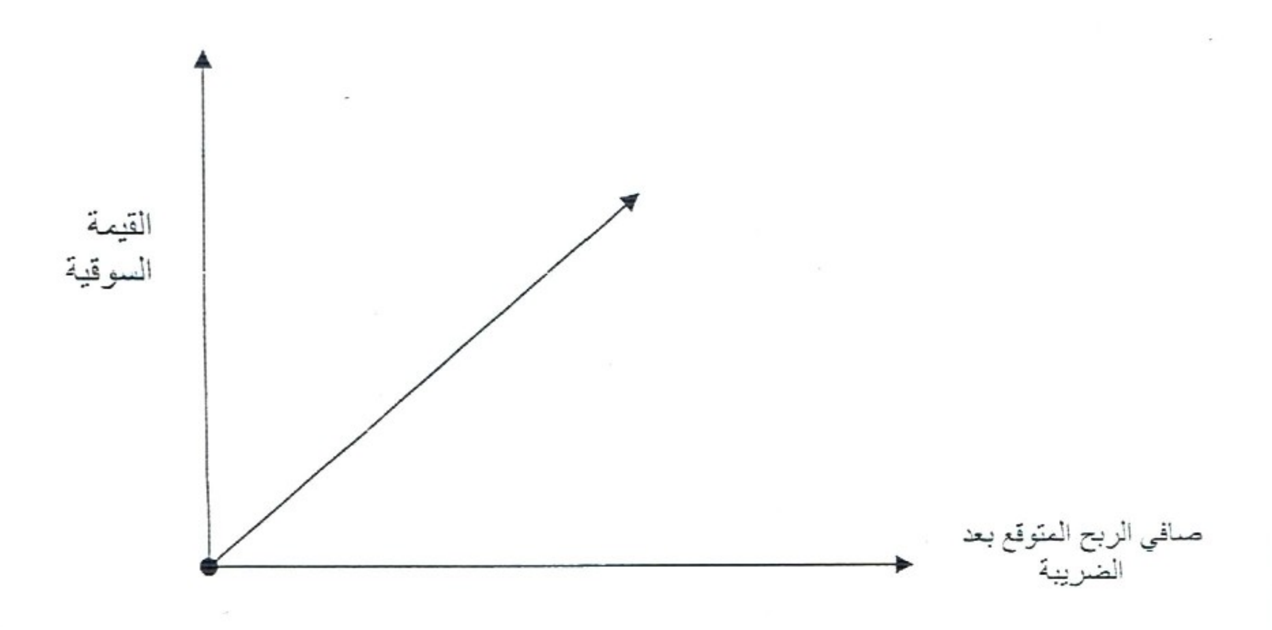


ثالثا: العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحيته:

تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع بعد الضريبة وتكون هذه الحركة دائمة وتدل على فاعلية ادارة الاموال فعندما يتوقع المستثمرون ان هناك زيادة في صافي الربح بعد الضريبة فانهم يقدمون على اقتناء او شراء الاسهم وبالتالي تزداد القيمة السوقية للسهم وتمثل هذه العلاقة دالة خطية وتكون العلاقة كذلك طردية ما بين زيادة صافي الربح بعد الضريبة وزيادة القيمة السوقية مع ثبات العوامل الاخرى باستثناء العوامل التي لا يمكن للمنظمة السيطرة عليها.

نلاحظ الرسم التالي ان العلاقة طردية بين القيمة السوقية وصافي الربح المتوقع بعد الضريبة وتفيد هذه العلاقة في توجيه القرارات الدالية من قبل المدير المالي.

شكل (٩): منحني العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحيته.

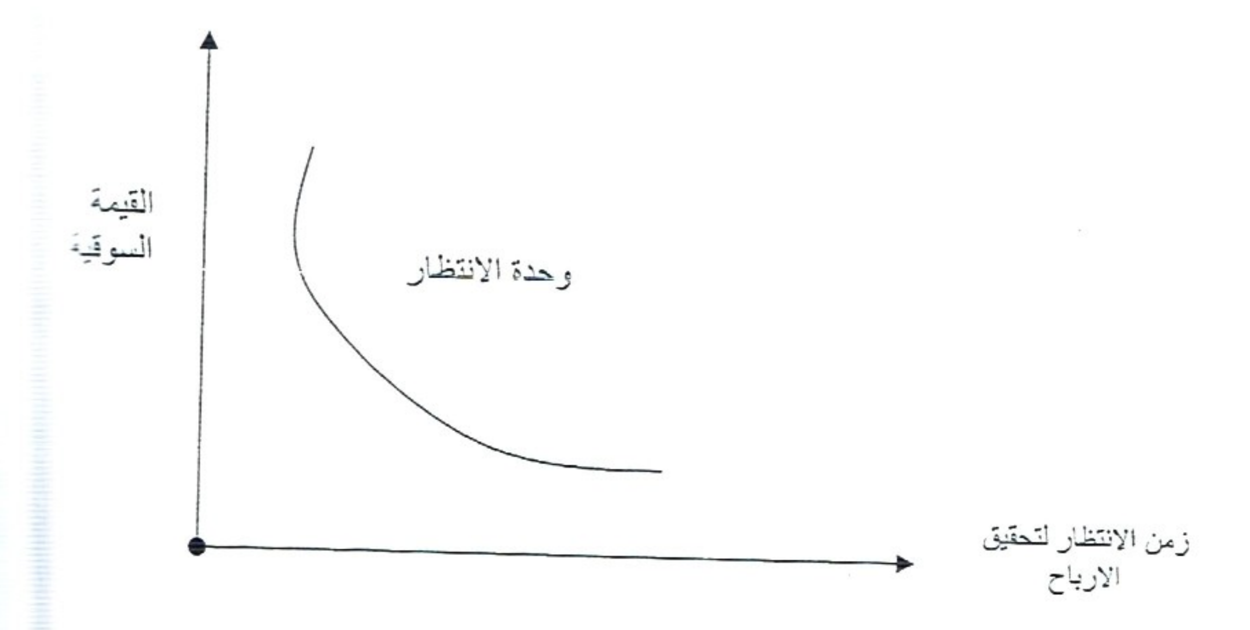


رابعاً: العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الارباح:

ان العلاقة هنا تكون عكسية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الارباح فعند التوقع بان يكون هناك توزيع وربح فوري فان القيمة السوقية للسهم تكون اكبر مما لو تم توزيع الربح بعد شهر او سنة او اذا تم التوقع بان كشف الدخل عن فترة ثلاثة اشهر يحتوي على ارباح فان القيمة السوقية للسهم تكون اكبر مما لو احتوى كشف الدخل على الارباح بعد سنة او اكثر فكلما زادت فترة تحقيق الارباح انخفضت القيمة السوقية للسهم ونلاحظ ذلك من خلال الرسم البياني الاتي.

تفيد العلاقة العكسية هنا بين القيمة السوقية للسهم وفترة الانتظار في جلب اكبر عدد ممكن من المستثمرين لغرض اقتناء اسهم المنشأة فاذا صورت المنظمة ان هناك صافي ارباح متوقع سوف تحصل في القريب العاجل للمنظمة من خلال كشوفاتها فسيؤدي ذلك حتما الى زيادة الطلب على اسهم المنظمة ومن ثم زيادة القيمة السوقية لها. وهذا من مهام الادارة المالية.

شكل (١٠): منحني العلاقة بين زمن تحقيق الارباح والقيمة السوقية.



الفصل الخامس

حوكمة المنظمات والمعلومات المحاسبية في سوق الاوراق المالية

الفصل الخامس
حوكمة المنظمات والمعلومات المحاسبية
في سوق الاوراق المالية

المبحث الاول
الاطار العام لحوكمة المنظمات.

بالرغم من الارتباط بين مصطلح حوكمة المنظمات والعولمة والازمات وعلى الرغم من زيادة الاهتمام به بين كل من المهتمين بالدراسات المحاسبية والاقتصادية والادارية والقانونية، "وبالرغم من ان الدفع وراء انتشار مفهوم حوكمة المنظمات هو انسجامه مع مصطلحي العولمة Globalization والخصخصة Privatization. الا انه ما زال مجال اختلاف وعدم اتفاق الباحثين والاكاديميين.

والمهتمين بهذا الامر مما ادى الى ظهور العديد من المصطلحات المستخدمة مثل "توجيه المنظمات"، حاكمية المنظمات، والاجراءات الحاكمة او المتحكمة في المنظمة، المنظمة الرشيدة، الادارة الرشيدة، ممارسة الادارة للسلطة الجيدة،..الى غير ذلك.

وعلى الرغم من ذلك فان المصطلح الاكثر استخداما على الاقل في المجال الاكاديمي والبحثي هو حوكمة المنظمات، كمرادف قريب لمصطلح Corporate Governance.

حوكمة المنظمات وعلاقته بالمعلومات المحاسبية*:

لقد تعددت الاراء بين مختلف الكتاب والباحثين في التعبير عن مصطلح او تعريف حوكمة المنظمات وذلك بتعدد اهتمامات وتخصصات هولاء الكتاب والباحثين، فلقد عرف البعض حوكمة المنظمات بانها مجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين ادارة المنظمات والمساهمين واصحاب المصالح فيها وذلك عن طريق الاجراءات والاساليب التي تستخدم لادارة شؤون المنظمات وتوجيه اعمالها من اجل ضمان تطوير الاداء والافصاح والشفافية والمساءلة بها وتعظيم فائدة المساهمين على المدى الطويل ومراعاة مصالح الاطراف المختلفة.

كما عرفها آخرون: بأنها يؤكد العمل بمبادئ الشفافية والمراقبة والمساءلة المالية والادارية داخل المنظمات بما يحميها من ان تلقى ذات مصير المنظمات المنهارة.

مداخل التعريفات عموما:

المدخل الاول: مدخل المساهم والذي يهتم بتعظيم حقوق المساهمين ممثلة في الربحية.

المدخل الثاني: مدخل الاطراف المتعددة ذات العلاقة بالشركة:

المديرون/والعملاء العمال الاطراف الاخرى، ويهتم هذا المدخل بتحقيق مصالح هولاء الاطراف.

ان المدخل الثاني اعم واشمل في التعبير عن حوكمة المنظمات لانه يركز على البيئة المحيطة بالمنظمة والقضايا الاجتماعية المختلفة، علاوة على انه يهتم

---

*تجدر الاشارة ان مصطلح حوكمة الشركات قد تم اقتراحه من قبل الامين العام لمجمع اللغة العربية وقد استحسنه عدد من متخصصي اللغة العربية وبخاصة في مركز دراسات اللغة العربية بالجامعة الامريكية- بالقاهرة.

بتوصيل البيانات والمعلومات المالية وغير المالية الملائمة لمتخذي القرارات من داخل وخارج المنظمة.

في ضوء ما سبق يمكن الاشارة الى الاتي:

١. شمول حوكمة المنظمات للعديد من الابعاد سواء الاقتصادية او القانونية او الادارية او المحاسبية او الاجتماعية او الاخلاقية، وذلك نتيجة عدم الاتفاق على تعريف موحد لمصطلح Corporate Governance.

٢. ازداد انتشار حوكمة المنظمات بصورة واسعة بعد حدوث الكثير من الانهيارات والازمات الاقتصادية للكثير من المنظمات العملاقة، مما يعني فعالية الدور الذي يقوم به هذا المصطلح وما يتضمنه من وسائل للعلاج والاصلاح لمثل هذه الانهيارات والازمات.

٣. تساعد حوكمة المنظمات في القضاء على التعارض وتحقيق الانسجام والتوزان بين مصالح الفئات المختلفة المهتمة بالمنظمة سواء من داخلها او من خارجها، وذلك عن طريق الحد من سيطرة الادارة واعطاء سلطات اوسع للفئات الاخرى- خاصة المساهمين- وغيرهم من اصحاب المصالح.

٤. القاسم المشترك بين التعريفات المختلفة لمصطلح حوكمة المنظمات هو الاهتمام بتطوير الاداء وتحقيق الافصاح والشفافية والانضباط والعدالة.

٥. اهتمام مصطلح حوكمة المنظمات بتحقيق الافصاح والشفافية في كافة المعلومات وبصفة خاصة المعلومات المالية لما لها من اهمية ودور فعال في تحقيق اهداف اصحاب المصالح في المنظمة، مما يعني الاهتمام بتحقيق جودة هذه المعلومات، ولم يقتصر الامر على ذلك بل امتد الى دورها في تنشيط سوق الاوراق المالية، وقد اكدت على ذلك عدة دراسات من وجود علاقة بين مستويات الحوكمة في الدول المختلفة من ناحية وبين درجة نمو وتطور اسواقها المالية واداء الاسهم بها من ناحية اخرى.

المبحث الثاني

الابعاد المحاسبية لحوكمة المنظمات وعلاقتها بالمعلومات المحاسبية:

يمكن تحديد الابعاد المحاسبية لحوكمة المنظمات في الاتي:

١. المساءلة والرقابة المحاسبية:

اشار تقرير لجنة Cadbury الصادر سنة ١٩٩٢م في العنصر الثاني منه، بان يقوم المساهمون بمساءلة مجلس الادارة، وكل منها له دوره في تفعيل تلك المسألة. فمجلس الادارة يقوم بدوره في توفير البيانات الجيدة للمساهمين، وعلى المساهمين القيام بدورهم اي ابداء رغبتهم في ممارسة مسئوليتهم كملاك.

بالاضافة الى ذلك اشار التقرير في القسم الرابع منه والذي يحمل عنوان المحاسبة عن المسئولية، بان دور مجلس الادارة اشرافي اكثر منه تنفيذي، والى قدرة اعضاء مجلس الادارة على القيام بتدقيق فعال، كما اشار في القسم الخامس منه والذي يحمل عنوان المسئولية، الى ضرورة وضع اليات تسمح بتوقيع عقاب على المنوظفين التنفيذيين واعضاء مجلس الادارة اذا لزم الامر ذلك.

كما ان تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الصادر سنة ١٩٩٩م، اشار في المبدأ الخاص بمسئوليات مجلس الادارة، الى ضرورة المتابعة الفعالة للادارة التنفيذية من قبل مجلس الادارة وكذلك مساءلة مجلس الادارة من قبل المساهمين.

يضاف الى ذلك ان المعايير التي وضعتها بورصة نيويورك للاوراق المالية سنة ٢٠٠٣م (NYSE, 2003) والخاصة بحوكمة المنظمات، اشارت الى ضرورة

تفعيل الدور الرقابي للمساهمين من خلال المشاركة في جميع القرارات الاساسية للمنظمة.

في ضوء ذلك يمكن القول بان المسألة والرقابة المحاسبية التي تتبناها حوكمة المنظمات تأخذ اتجاهان:

الاول: المساءلة والرقابة الراسية من المستويات الادارية الاعلى الى المستويات الادارية الادنى.

الثاني: المساءلة والرقابة الافقية وهي المتبادلة بين كل من مجلس الادارة والمساهمين واصحاب المصالح في الوحدة الاقتصادية.

٢. الالتزام بتطبيق معايير المحاسبية والمراجعة:

اشار تقرير الحوكمة الاول في مصر الصادر سنة ٢٠٠١م، بانه من الممارسات السلبية حوكمة المنظمات في المنظمات المصرية هو ضعف ممارسة المحاسبة والمراجعة وانها في حاجة الى لمزيد من الدعم للوصول الى الممارسة السليمة مع اعادة النظر في معايير المحاسبة والمراجعة المطبقة، ولذا فقد تم الاخذ بالكثير من الاجراءات لتيسير تطبيق الحوكمة والتي كان منها اصدار الكثير من معايير المحاسبة المصرية والتي تتسق مع مثيلاتها الدولية وذلك بصدور القرار الوزاري رقم ٣٤٥ لسنة ٢٠٠٢م الخاص باصدار معايير المحاسبة المنظمات.

كما ان تطبيق الحوكمة يحد من الفلسفة الواقعية واستخدام نظرية الوكالة التي تشجع حركة الادارة في اختبار السياسة المحاسبية، وبالتالي فالحوكمة تعارض الاتجاه نحو الالتزام بمعايير محاسبية محددة وتساعد في حسم مشكلة اساءة استخدام المعايير المحاسبية ومعايير المراجعة.

٣. دور المراجعة الداخلية:

تساعد المراجعة الداخلية- بما تقوم به من مساعدة المنظمة في تحقيق اهدافها وتأكيد فعالية الرقابة الداخلية والعمل مع مجلس الادارة ولجنة المراجعة من اجل ادارة المخاطر والرقابة عليها- في عملية حوكمة المنظمات من خلال تقييم وتحسين العمليات الداخلية للمنظمة وكذلك تحقيق الضبط الداخلي نتيجة استقلالها وتبعيتها لرئيس مجلس الادارة واتصالها برئيس لجنة المراجعة.

٤. دور المراجعة الخارجية:

نتيجة لما يقوم به المراجع الخارجي من اضفاء الثقة والمصداقية على المعلومات المحاسبية وذلك من خلال قيامه بأبداء رأيه الفني المحايد في مدى صدق وعدالة لقوائم المالية التي تعدها المنظمة من خلال التقرير الذي يقوم باعداده ومرفق بالقوائم المالية، فان دور المراجعة الخارجية اصبح جوهري وفعال في مجال حوكمة المنظمات لانه يحد من التعارض بين الملاك وادارة المنظمة، كما انه يحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات ويحد من مشكلة الانحراف في المنظمات.

٥. دور لجان المراجعة:

اكدت معظم الدراسات والتقارير الخاصة بحوكمة المنظمات- ان لم يكن جميعها- على ضرورة وجود لجان للمراجعة في المنظمات التي تسعى الى تطبيق الحوكمة، بل اشارت الى ان وجود لجان المراجعة يمثل احد العوامل الرئيسية لتقييم مستويات الحوكمة المطبقة في المنظمة.

وتقوم لجان المراجعة بدور حيوي في ضمان جودة التقارير المالية وتحقيق الثقة في المعلومات النحاسبية نتيجة لما تقوم به من اشراف على عمليات المراجعة الداخلية والخارجية ومقاومة ضغوط وتدخلات الادارة على عملية المراجعة، علاوة

على ذلك يشير البعض: بان مجرد اعلان المنظمة عن تشكيل لجنة للمراجعة كان له اثر على حركة اسهمها بسوق الاوراق المالية.

بجانب ذلك فقد توصلت احدى الدراسات العالمية والتي تناولت دور لجان المراجعة في زيادة الثقة في المعلومات المنشورة بالقوائم المالية، الى المنظمة التي لديها لجان مراجعة قد انخفض بها معدل حدوث التصرفات المالية غير القانونية، بجانب زيادة درجة الثقة في معلومات القوائم المالية وخاصة المنظمة المقيدة اسهمها في سوق الاوراق المالية.

٦. تحقيق الافصاح والشفافية:

يمثل الافصاح الجيد والشفافية فر عرض المعلومات المالية وغير الملية احد المبادئ والاركان الرئيسة التي تقوم عليها حوكمة المنظمات، لذا لم يخلو اي تقرير صادر عن منظمة او هيئة او دراسة علمية من التأكيد على دور الحوكمة في تحقيق الافصاح والشفافية خاصة وانهما من الاساليب الفعالة لتحقيق مصالح الاطراف المختلفة ذات العلاقة، ويمثلان احد المؤشرات الهامة للحكم على تطبيق نظام الحوكمة من عدمه داخل المنظمات.

لذا فا مبادئ حوكمة المنظمات التي وضعتها OECD وتم تعديلها في ١٢ نيسان ٢٠٠٤م ترى ان اطار الحوكمة يجب ان يتضمن الافصاح الدقيق وفي التوقيت السليم عن كافة الامور الهامة المتصلة بالمنظمات وذلك فيما يتعلق بمركزها المالي والاداء المالي والتشغيلي والنقدي لها والجوانب الاخرى المتصلة باعضاء مجلس الادارة والادارة العالية.

٧. ادارة الارباح:

تمارس ادارة بعض المنظمات سياسة ادارة الارباح لتحقيق الكثير من الاهداف مثل الوصول الى مستوى التنبؤات التي سبق الاعلان عنها او تجنب الاعلان عن الارباح او الخسائر او للحصول على بعض المزايا المرتبطة بالارباح المرتفعة مثل المكافآت والعمولات، وبالتالي فان عملية ادارة الربح تعني قيام الادارة بالتاثير على او التلاعب في البيانات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية بصرف النظر عن الهدف من ذلك.

وفي ظل تطبيق حوكمة الشركات والحد من سلطة الادارة واتاحة الفرصة للاطراف الاخرى لحماية حقوقها مع وجود الضوابط المختلفة، فان ادارة الارباح تصبح لا وجود لها، لذا اشارت نتائج احدى الدراسات والتي تناولت اثر متغير الحوكمة على ممارسة ادارة المنظمات لسياسة ادارة الارباح، بان هناك علاقة عكسية بين عدد اعضاء لجنة المراجعة من خارج الوحدة، وكذلك خبرتهم المالية وكذلك عدد الاعضاء التنفيذيين في مجلس الادارة، وبين ممارسة الشركة لادارة الارباح.

وبذلك يمكن القول ان دور حوكمة المنظمات في الحد من سلطة الادارة في عملية ادارة الارباح ينعكس بالايجاب على تحقيق جودة المعلومات المحاسبية.

٨. تقويم اداء المنظمات:

ان من اهمية حوكمة المنظمات دورها في زيادة كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة المنظمات وتدعيم قدرتها التنافسية بالاسواق، مما يساعدها على التوسع والنمو ويجعلها قادرة على ايجاد فرص عمل جديدة.

كما ان المعايير الرئيسة لحوكمة المنظمات هو تحقيق فاعلية وكفاءة الاداء للمنظمات وحماية موجوداتها.

ان الالتزام بتطبيق الجوانب الفكرية لحوكمة المنظمات ينعكس بشكل جيد على اداء المنظمات بابعاده التشغيلية والمالية والنقدية، وكذلك على المقاييس المختلفة المستخدمة، اي ان تطبيق الحوكمة يساعد على ايجاد معنى ومقاييس شاملة لاداء المنظمات مما يدعم من قدراتها على الاستمرار والنمو ويحقق مصالح الفئات المختلفة المتعاملة معها، خاصة وان مصطلح حوكمة المنظمات يحمل في مضمونه بعدين اساسيين هما:

الاول: الالتزام بالمتطلبات لقانونية والادرية وغيرها.

الثاني: الاداء بما يحمله من استغلال للفرص المتاحة للارتقاء بالمنظمة ككل.

في ضوء طبيعة الابعاد المحاسبية السابقة لعملية حوكمة المنظمات وانعكاساتها على المعلومات المحاسبية يمكن ملاحظة الاتي:

أ- بالرغم من تعدد الابعاد المختلفة لعملية حوكمة المنظمات سواء القانونية او التنظيمية او الاجتماعية، الا ان الابعاد لمحاسبية تحظى باهتمام كبير وتشغل الحيز الاكبر من الاجراءات والاساليب المختلفة لتطبيق الحوكمة في المنظمات.

ب- ان الابعاد المحاسبية لعملية الحوكمة تغطي ثلاثة مراحل من العمل المحاسبي وهي:

١. مرحلة الرقابة على العمل المحاسبي وتشمل نوعين من الرقابة احدهما: الرقابة القبلية والاخر الرقابة البعدية للعمل المحاسبي.

٢. مرحلة الممارسة الفعلية للعمل المحاسبي بداية من الالتزام بتطبيق المعايير المحاسبية وتقويم ومتابعة الاداء وادارة الارباح، وانتهاء بالافصاح عن نتيجة هذه الممارسة في شكل تقارير وقوائم مالية.

٣. مرحلة ما بعد الممارسة الفعلية وتشمل ادوار كل من لجان المراجعة والمراجعة الخارجية وما تحققه من اضفاء الثقة والمصداقية في المعلومات المحاسبية المفصح عنها.

ج- ان النتيجة النهائية للابعاد المحاسبية السابقة هو انتاج المعلومات المحاسبية ذات الاستخدامات المتعددة من لاطراف المختلفة ذات العلاقة بالوحدة الاقتصادية والتي عن طريق هذه المعلومات يمكن لمحافظة على حقوق هولاء الاطراف تجاه المنظمة لذا تصبح هذه المعلومات من الاهمية بدرجة ان تعد بمستوى شامل من الجودة بحيث يمكن الاعتماد عليها، وفي ذات الوقت تعكس ثقة الاطراف الاخرى في المنظمة وادارتها وتزيد من كفاءة سوق الاوراق المالية.

المبحث الثالث

الجوانب الفكرية لحوكمة المنظمات وعلاقتها بالمعلومات المحاسبية

تتمثل هذه الجوانب في الجوانب النظرية والاجرائية التي لا يمكن تطبيق الحوكمة بدونها لانها بمثابة الاطار العام التي جميع المنظمات- ان تبدأ به حتى يمكن لها التحقق من تطبيق الحوكمة- وذلك على النحو الاتي:

اولا: اهداف ومزايا حوكمة المنظمات:

لو لم يكن للحوكمة من الاهداف ولمزايا التي تدعمها، لما سعت معظمة المنظمات بل والدول الى تطبيقها ووضعت التشريعات المختلفة اللازمة لها.

ولقد اختلفت المعاني المستخدمة للتعبير عن هذه الاهداف والمزايا منها المنافع او الدوافع او البواعث ولكنها جميعاً تدخل ضمن الاهداف والمزايا والتي يمكن التعبير عنها بالاتي:

١. تحسين القدرة التنافسية للمنظمات وزيادة قيمتها.

٢. فرض الرقابة الفعالة على اداء المنظمات وتدعيم المساءلة المحاسبية بها.

٣. ضمان مراجعة الاداء التشغيلي والمالي والنقدي للمنظمة.

٤. تقويم اداء الادارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة فيها.

٥. تعميق ثقافة الالتزام بالقوانين والمبادئ والمعايير المتفق عليها.

٦. تعظيم ارباح المنظمة.

٧. زيادة ثقة المستثمرين في اسواق لمال لتدعيم المواطنة الاستثمارية.

٨. الحصول على التمويل المناسب والتنبؤ بالمخاطر المتوقعة.

٩. تحقيق العدالة والشفافية ومحاربة الفساد.

١٠. مراعاة مصالح الاطراف المختلفة وتفعيل التواصل معهم.

ثانيا: خصائص حوكمة المنظمات:

تمثل الخصائص التالية السمات التي يجب ان تتوفر في حوكمة المنظمات وتساعد على تكامل الجوانب الفكرية الخاصة بها، كما تساعد على تحقيق اهدافها ومزاياها المتعددة، وهي:

١. المسئولية امام مختلف الاطراف.

٢. استقلالية مجلس الادارة واللجان المختلفة.

٣. الانضباط الذاتي والالتزام بالقوانين.

٤. منع المتاجرة بالسلطة والمعلومات الداخلية للمنظمة.

٥. حماية موجودات المنظمة.

ثالثا: مقومات حوكمة المنظمات:

تمثل المقومات الاتية الدعائم الاساسية التي يجب توافرها حتى يمكن الحكم بتطبيق حوكمة المنظمات في المنظمة، وهي:

١. توافر القوانين واللوائح الخاصة بضبط الاداء الاداري للمنظمة.

٢. وجود لجان اساسية- منها لجنة المراجعة- تابعة لمجلس الادارة لمتابعة اداء المنظمة.

٣. وضوح السلطات والمسئوليات بالهيكل التنظيمي للمنظمة.

٤. فعالية نظام التقارير وقدرته على تحقيق الشفافية وتوفير المعلومات.

٥. تعدد الجهات الرقابية على اداء المنظمة.

رابعا: محددات حوكمة المنظمات:

بالنظرة السطحية الى هذه المحددات قد تفهم على انها قيود على الحوكمة، ولكنها في الواقع تمثل ضوابط لضمان فعالية تطبيق الحوكمة وهي:

أ- محددات خارجية... وتشمل:

١. الانظمة والتشريعات ولاجهزة الرقابية.

٢. معايير المحاسبة.

٣. معايير المراجعة.

٤. المنظمات المالية.

٥. الاسواق.

ب- محددات داخلية...وتشمل:

١. المساهمون.

٢. مجلس الادارة والمديرون.

٣. اصحاب المصالح.

٤. المراجعة.

٥. طرائق الافصاح المحاسبي.

خامسا: مبادئ حوكمة المنظمات:

وتمثل هذه المبادئ العمود الفقري لتطبيق الحوكمة، لذا فقد حازت على اهتمام مختلف الهيئات والتنظيمات ذات الصلة بتطبيق الحوكمة، مثل: منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، بورصة الاوراق المالية بنيويورك، بنك

التسويات الدولي (BIS)، المنظمة الدولية للجان الاوراق المالية (IOSCO)، علاوة على اهتمام الباحثين والكتاب، لذا فقد تعددت هذه المبادئ واختلفت من جهة الى اخرى، ولكن اكثرها قبولا واهتماما وايضا اسبقها صدورا في المبادئ الصادرة عن (OECD) سنة ١٩٩٩م والتي تم اعادة صياغتها سنة ٢٠٠٤م وهي:

أ- مبدأ حماية حقوق المساهمين ويتحقق هذا المبدأ من خلال:

١. تأمين وسائل التسجيل والنقل والتحويل لملكية الاسهم.

٢. حضور الجمعية العامة والتصويت وانتخاب اعضاء مجلس الادارة.

٣. الحصول على المعلومات المختلفة.

٤. ممارسة الرقابة على اداء المنظمة.

٥. الحصول على حقوقهم في الارباح.

ب- مبدأ المساواة بين المساهمين في المعاملة ويتحقق هذا المبدأ من خلال:

١. المساواة في توفير المعلومات لمختلف الفئات.

٢. المساوة في المعاملة للفئات المتكافئة من المساهمين.

٣. الدفاع عن الحقوق القانونية.

٤. الافصاح عن المصالحة الخاصة بمجلس الادارة والمديرون.

٥. التعويض عن حالات التعدي على حقوقهم.

ج- مبدأ دور اصحاب المصالح في الحوكمة ويتحقق هذا المبدأ من خلال:

١. التعاون بين اصحاب المصالح وادارة المنظمة.

٢. المشاركة في المتابعة والرقابة على اداء المنظمة.

٣. ضمان حصولهم على المعلومات الملائمة والكافية والموثوق فيها.

٤. المحافظة على حقوقهم.

٥. الحصول على التعويضات في حالة انتهاك حقوقهم.

د- مبدأ الافصاح والشفافية ويتحقق ذلك من خلال:

١. دقة الافصاح.

٢. التوقيت الملائم للافصاح.

٣. شمولية الافصاح.

٤. مراجعة المعلومات المفصح عنها.

٥. توفير قنوات توصيل المعلومات للمستخدمين.

هـ- مبدأ مسئوليات مجلس الادارة ويتحقق ذلك من خلال:

١. ضمان مسؤلية المجلس تجاه الوحدة الاقتصادية والمساهمين.

٢. توفير المعلومات الكافية والموثوق فيها.

٣. المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين.

٤. الالتزام بالقوانين وتحقيق مصالح كافة الاطراف.

٥. اتخاذ القرارات ومتابعة المهام والوظائف الاساسية، بالوحدة الاقتصادية.

في ضوء ما تقدم يتضح ضرورة الاشارة الى النقاط الاتية حول الجوانب الفكرية لحوكمة **المنظمات وعلاقة ذلك بالمعلومات المحاسبية:**

١. تكامل الجوانب الفكرية للحوكمة خاصة وانها جمعت خمسة جوانب اساسية هي الاهداف والخصائص والمقومات والمحددات والمبادئ، علاوة على شموليتها واحتوائها على جميع المفردات النظرية والتطبيقية للحوكمة بصورة يمكن ان يطلق عليها "الاطار المتكامل لحوكمة المنظمات".

٢. ان الالتزام بتطبيق هذه الجوانب في مختلف المنظمات- وبصفة خاصة المنظمات (الشركات المساهمة)- بصرف النظرية عن طبيعة نشاطها سؤدي الى تطوير ادائها والتغلب على مشاكلها المختلفة وزيادة قدرتها التنافسية والتشغيلية والمالية والادارية وبالتالي الانعكاس الايجابي على اسمها في سوق الاوراق المالية.

٣. الابعاد المحاسبية للحوكمة والتي سبق للباحث الاشارة اليها تظهر بوضوح في مختلف الجوانب الفكرية لها، وهذا يعكس دور الجوانب المالية والمحاسبية في تكوين الاطار المتكامل لحوكمة المنظمات.

٤. تظهر العلاقة بين المعلومات المحاسبية، وتحقيق اهداف ومزايا الحوكمة من خلال الاعتماد على هذه المعلومات في ممارسة الرقابة على مختلف جوانب اداء المنظمة وزيادة الثقة فيها وتحقيق العدالة والشفافية ومحاربة الفساد وتحقيق التواصل مع الاطراف المختلفة ذات العلاقة بالمنظمة.

٥. بالنظر الى خصائص ومقومات الحوكمة بشيء من التأني والتدقيق يتضح ان الجزء الاكبر منها يصعب تحقيقه ما لم تتوافر المعلومات المحاسبية اللازمة لذلك، والاكثر من هذا هو ضرورة توافر هذه المعلومات بمستوى الجودة الشامل.

٦. ان معظم- ما لم يكن جميع- محددات الحوكمة سواء الخارجية او الداخلية هي ضوابط لتحقيق جودة المعلومات المحاسبية والتي تؤدي تحقيقها الى اعادة ثقة المستثمرين والمقرضين الحاليين والمرتقبين ومختلف المستخدمين لها في القوائم والتقارير المحاسبية وفي الممارسة المحاسبية ككل.

٧. ان العامل المشترك الذي يجمع بين جميع مبادئ الحوكمة- بصرف النظر عن وجود مبدأ مستقل بذلك وهو المبدأ (د)- هو المعلومات المحاسبية بمعناها الشامل بما تتضمنه من جوانب مختلفة عن المنظمات ولا يقتصر الامر على ذلك بل يمتد ليشمل الجوانب الاتية للمعلومات المحاسبية:

أ- مرحلة اعداد المعلومات المحاسبية ومسئولية مجلس الادارة والمستويات الادارية واللجان المختلفة والمراجعين، عنها.

ب- المعلومات في حد ذاتها وما يجب ان يتوافر فيها من عناصر الجودة المختلفة.

ج- مرحلة الافصاح عن المعلومات وتوصيلها لمختلف المستخدمين لها سواء من داخل او خارج المنظمة.

القسم الثاني

سوق المال: مدخل في الائتمان والمعاملات المصرفية

الفصل السادس

الائتمان المصرفي وأهميته

١. ان الائتمان يتضمن علاقة مديونية (طرفيها الدائن والمدين).
٢. ان الائتمان يقوم على عنصر اساسي هو الثقة.
٣. ان الائتمان ينشأ عن مبادلة قد تتخذ شكل نقود او سلع او خدمات.
٤. يتضمن الائتمان التزاما من قبل المدين بالدفع بشكل كتابي او وعد شفوي او ضمني.
٥. وجود مدة زمنية بين نشؤ الائتمان وتسويته.
٦. يرتبط الائتمان ببعض المخاطرة لوجود فترة زمنية فاصلة بين نشوء الائتمان وتسديده.

نشأة الائتمان:

ان الاقراض والاقتراض في اغلب الظن قديمان كالنقود نفسها، اذ وجد مقرض النقود منذ عصور قديمة وفي مجتمعات بدائية، وقد نستطيع ان نميز بين ثلاث عصور وجد فيها الائتمان بما يتناسب والتطور الذي وصلت اليه المجتمعات التي وجدت خلال تلك العصور، وهذه العصور هي:

١. **الائتمان في العصور القديمة:** ان المجتمعات القديمة عرفت الائتمان منذ اقدم العصور فقد عرفت مجتمعات بابل وغيرها منذ اكثر من الفي سنة قبل الميلاد اقراض النقود وعمليات الرهن واستعملوا الصكوك لنقل العقارات والايجار ونشأت هناك عوائل غنية امتهنت اقراض النقود اشتهر (اجيبي) احد اغنياء البابليين في القرن السابع قبل الميلاد باعمال مالية كان منها الاقراض مقابل رهن، ووجد الائتمان في عهد السلالات المختلفة كالسومريين او الكيشيين او في عهد حمورابي او نبوخذ نصر، كما شمل الائتمان مختلف المجالات منها الائتمان الزراعي والعقاري والرهوني.

الائتمان في العصور الوسطى: وفي العصور الوسطى استمر الائتمان وخاصة في مجتمعات اثينا وروما، وخلال العصور الوسطى برز التجار بشكل خاص في الحقل المصرفي.

٣. **الائتمان في العصور الحديثة:** لقد ترتب على بروز الاكتشافات وما تلاها من اختراعات وما ترتب على ذلك من توسع تجاري اعقبه الثورة الصناعية ان انتشر الائتمان بشكل واسع وسريع لمقابلة احتياجات كل ذلك.

ولحاجة التوسع التجاري وازدهار العلوم فقد برزت عمليات اقراض النقود، اصبح تعاطي الفائدة على القروض امراً شاسعا بل تقليدا وعرفا، ونشأت البنوك في البداية في هولندا والموانئ التجارية في العالم.

وفي عصر التخصص الذي فرضته الثورة الصناعية برزت المصارف المتخصصة وبيوت الادخار والاستثمار وشركات التأمين التي يتألف منها القسم الاكبر من سوق المال.

وظائف الائتمان واهميته:

ان توسع وتطور النشاطات الاقتصادية ادى الى ان يصبح من غير الممكن لعملية الانتاج والتداول والتوزيع ان تعمل بشكل فعال بدون توافر الائتمان وخاصة في الدول المتقدمة، ولذا فقد قيل (ان الائتمان دم الحياة للاعمال) واهم الوظائف التي يؤديها الائتمان هي:

١. **يوفر الائتمان اداة للتبادل:** اذ ان الاوراق النقدية والنقود المعدنية والمسكوكات تمثل دينا لحاملها بذمة الجهة المصدرة لها. كما ان شيكات ودائع الطلب تمثل دينا لحاملها على المصرف المسحوبة عليه. وهذه تمثل عرض النقد الذي به يتم تبادل السلع والخدمات.

ولم يقف الامر عند حد توفير اداة التبادل بل ان الائتمان يسهل عملية التبادل ذاتها عن طريق استخدام الشيكات وبذلك يمكن تجنب معظم الصعوبات التي تنشأ عن استخدام النقود الورقية والمعدنية. كما ان الائتمان وفر اداة للتبادل على النطاق الخارجي.. كالحوالة الخارجية ورسائل الاعتماد وغير ذلك من ادوات الائتمان المستخدمة في تسوية المبادلات الخارجية.

٢. **يساعد الائتمان على تزايد الانتاج:** اذ ان تركز الانتاج في مشروعات كبيرة ادى الى عجز موارد فرد او مجموعة من الافراد عن تلبية حاجتها للموارد المالية الضخمة وقد تم تلبية ذلك عن طريق الائتمان بشراء الجمهور للاسهم والسندات التي تصدرها هذه المشروعات وبتوفير القروض لهذه المشروعات من المنظمات الائتمانية.

ان المنظمات الائتمانية وهي تمنح القروض لا تحول الموارد ممن تتوافر لديهم الى من يحتاجها فحسب بل انها تقوم بتشكيل الائتمان الذي يشكل الجزء الغالب من قروضها.

وقد يكون من المناسب ان نشير الى ان الانتاج لا يقوم على موارد ائتمانية بقدر ما يقوم وبشكل اساسي على موارد حقيقية (اذ ان النمو الحقيقي لا يتأتى بالنقود وحدها، وانما يتأتى من زيادة الانتاج الناجمة عن زيادة الموارد الحقيقية وتعبئتها واستعمالها) ولذا فان المدى الذي يمكن ان يساهم فيه الائتمان في زيادة الانتاج يتوقف على مدى توافر موارد انتاجية حقيقية يمكن استخدامها، والا فان ذلك يؤدي الى تشكيل حالة من التضخم يتسبب عنها اعاقة الانتاج في النهاية.

٣. **يساعد الائتمان على زيادة الاستهلاك:** اذ يتيح للمقترضين الحصول على استهلاك اضافي ذو منفعة مرتفعة عندما تكون دخولهم منخفضة على ان يقوموا بالتسديد عندما ترتفع دخولهم او تقل احتياجاتهم، وخاصة بالنسبة لبعض السلع التي قد لا يستطيعون الحصول عليها بدون الائتمان كالسيارات والبيوت وما الى ذلك لاشك ان تزايد الاستهلاك يؤدي الى تزايد الانتاج عندما لا يتوافر عرض يلبي في الاستهلاك وتكون هناك طاقة انتاجية عاطلة ومهيأة للعمل.

٤. يساعد الائتمان على توزيع الموارد النقدية والائتمانية بين مختلف النشاطات الاقتصادية:

بما يضمن الاستخدام الكفوء لهذه الموارد، عن طريق تأمين انسيابها الى كافة المشاريع طبقا لاحتياجاتها وخصوصا اذا توفرت منظمات ائتمانية كفوءة تعمل من اجل تحقيق ذلك والمحافظة عليه.

٥. يتيح الائتمان الانتفاع من الموارد العاطلة مؤقتاً: اذ ينتفع المقترض عن طريق استخدام هذه الموارد في نشاطات معينة يجني منها دخلا مناسبا في معظمة الحالات وينتفع المقرض عن طريق تسير دخل مناسب لقاء استعمال تلك الموارد.

انواع الائتمان:

١. انواع الائتمان تبعا للغرض من الائتمان:

أ- الائتمان لتجاري: وهو الائتمان الذي يمنحه التجار بعضهم للبعض الاخر، وهو اهم انواع الائتمان في الدول المتقدمة.

ب- الائتمان الاستهلاكي: وهو الذي يمكن الافراد من اقتناء السلع ولخدمات لغرض استخدامها في استعمالاتهم الشخصية ويعتمد تسديده على دخل المقترض بصورة عامة.

ج- الائتمان الاستثماري: وهو الذي يستخدم لاقتناء الاموال الثابتة كالمصانع والمعدات ويتصل تسديده باستعماله في العمليات الانتاجية.

د- الائتمان المضاربة: وهو الائتمان الذي يستخدم لبيع وشراء الاسهم والسندات بقصد جني الارباح.

٢. انواع الائتمان تبعاً لاجل الائتمان، ويتضمن:

أ- الائتمان طويل الاجل: والذي تكون مدته خمس سنوات فاكثر في الغالب ويستخدم عادة في تمويل اموال ثابتة او معمرة.

ب- ائتمان متوسط الاجل: ويتراوح بين سنة وخمس سنوات ويستخدم عادة لاقتناء اصول يمكن تسديد الدين من العائد الذي تولده خلال الفترة الزمنية المحددة.

ج- **ائتمان قصير الاجل:** وتكون مدته اقل من سنة، ويستخدم لتمويل العمليات التجارية ودفع الرواتب والبضائع في مرحلة الصنع، والمواد للخام والسلع المخزونة والسلع شبه النهائية والسلع النهائية وما الى ذلك.

د- **ائتمان الطلب:** ويكون قابلا للتسديد متى اراد المقرض ذلك وتمثله الودائع الجارية لدى البنوك التجارية اذ تمثل هذه الودائع ائتمان طلب بذمة المصارف.

٣. **الائتمان حسب نوع المقترض:** وينقسم الى ائتمان عام وائتمان خاص.

ادوات الائتمان:

تتعدد ادوات الائتمان باتساع نطاق التعامل به واهمها:

١. **الاتفاق الشفهي:** ويتم الائتمان عن طريق الاتفاق الشفهي بمبالغ صغيرة وبين اشخاص يعرف بعضهم البعض الاخر وتقوم بينهم ثقة كبيرة، ولا يتم في الحياة الاقتصادية المعاصرة الا حجم ضئيل من الائتمان عن طريق الاتفاق الشفهي.

٢. **سجلات المتعاملين:** ويتعامل بها تجار الجملة مع تجار المفرد وتجار المفرد مع زبائنهم، وفائدته تتاتى من السرعة والسهولة لكل من البائع والمشتري الا انه لا توجد وسيلة تجبر المدين على الدفع حالاً.

المبحث الثاني
مدخل في الائتمان المصرفي

ينظر الائتمان المصرفي من زاويتين، الاولى هي الائتمان المصرفي، هو ذلك الائتمان الذي يترتب للمصارف بذمة الغير، ويتخذ شكل قروض واستثمارات وسلف تمنحها المصارف، والثانية هو الائتمان الذي يترتب للغير بذمة المصارف، ويشمل كل (وعود الدفع للمؤسسات المصرفية ويتضمن الودائع الثابتة والجارية والتوفير).

اختلف دور الائتمان المصرفي باختلاف الانظمة الاقتصادية والاجتماعية، وسنتطرق لذلك بايجاز فيما يلي:

اولا: دور الائتمان في النظم الاقتصادية والاجتماعية ما قبل الراسمالية:

لم يكن من الممكن تصور وجود دائنين وميدينين في النظام البدائي، بسبب نمط الانتاج السائد انذاك، والقائم على عدم استطاعة الانسان ان يدرك من وسائل الحياة اكثر من حاجته، والمجبر على تدارك رزقه يوما فيوم، وهو المجتمع الذي لم يكن يستطيع ان ينتج الا الضروري الصرف من الاشياء.

اما بعد ذلك فلعب الدين او الائتمان دورا متميزا في النظم الاقتصادية والاجتماعية الاولى، ففي نظام الرق مثلا (كان رأس المال الربائي، يكبل المنتجين الصغار والفلاحين والحرفيين، ويقيدهم عن طريق الديون، ففي اليونان القديمة، وقع اكثر المنتجين الصغار في حقبة صغيرة من الزمن في عبودية المرابين، وقد كان الصراع بين المرابين ومدينيهم الشكل الرئيسي للصراع الطبقي، اذ كان الصراع الطبقي في المجتمع القديم وبالدرجة الاولى صراعا بين الدائنين والمدينين، وقد انتهى في روما الى زوال المدين من طبقة العامة وتحوله الى عبد) ولذلك (نرى حكم النبلاء النقدي الذي كان يتوسع باطراد، قد ادى الى ظهور قانون جديد، يحمي الدائن ضد المدين، ويقر استغلال الفلاح الصغير من قبل مالك النقود، فكانت جميع المناطق

الريفية في اتيكا مزروعة باعمدة للركن كتب عليها: ان الارض التي تقوم فيه الاعمدة مرهونة لفلان او فلان مقابل مبلغ من المال قدره كذا او كذا. اما الحقول التي لم تكن معلمة بهذا الشكل، فقد كان معظمها قد بيع لعدم تسديد الدين او الفوائد واصبح ملكا للمرابين النبلاء، وفي هذا الحال كان الفلاح يعتبر نفسه محظوظا، اذا سمح له بالبقاء فوق ارضه بصفة مستأجر، وبالعيش فيها على سدس محصول عمله بينما يدفع خمسة الاسداس الباقية اجرة الى سيده الجديد، وكان ادهى من هذا الامر انه اذا كان ثمن الارض المبيعة لا يفي بالدين، واذا لم يضمن هذا الدين برهن وجب على المدين ان يبيع اولاده عبيد للبلاد الاخرى لكي يسدد دينه للدائن، فاذا لم يكتف الدائن بعد كل ذلك، كان في وسعه يبيع المدين عبداً).

اما في النظام الاقتصادي فتغير دور الدين بدرجة كبيرة، لان الاستغلال الاقطاعي اتخذ شكلين رئيسيين هما:

١. اجبار الفلاح على ان يعمل مجانا، اياما معينة في الاسبوع في حقول السيد (وهي السخرة).

٢. اجباره على تسليم جزء من محصول ارضه الخاص (وهي الاتاوة).

ولذا فان الاقطاعي باستطاعته الحصول على ما يريد من اتباعه باية وسيلة من الوسائل وقد يكون من بينها الدين (اذ كان شأن السيد الاقطاعي شأن اي امير اخر صاحب سلطة).

وقد كانت الديون في العهد الاقطاعي قروضا لمواجهة الحاجة لدى صغار المنتجين في الريف والمدن(مواجهة الافات الزراعية، دفع الفرائض الاقطاعية ...الخ)، وقروض لشن الحروب، ولحياة الترفيه لدى السادة الاقطاعيين. اما المرابيين فكانوا من كبار التجار او المزارعين، كما كانوا من اعضاء الجهاز الكهنوتي وهو جهاز واسع النفوذ والثراء كما هو معروف.

المبحث الثالث
نشأة الائتمان المصرفي في العراق

نشأة الجهاز المصرفي في العراق وتطوره:

من الضروري ونحن نبحث في الائتمان المصرفي، ان نتعرف على نشأة الجهاز المصرفي في العراق وتطوره، لنتمكن من اعطاء صورة عن المصارف التي عملت في العراق، وخاصة الاجنبية منها وكيف نشأت، وكيف تطورت، والمصارف التي لا زالت تعمل الان، الوصول الى مدى التأثير الذي تركته هذه النشأة وهذا التطور في سياسة الجهاز المصرفي وفي عملياته.

ان التعرض لنشأة الجهاز المصرفي في العراق وتطوره لن يكون الهدف منه مجرد عرض قضايا تاريخية وصفية، بقدر ما ينصرف الى دراسة الماضي، لاكتشافات الامور الاساسية التي تقتضي الاهتمام في الحاضر والمستقبل وذلك لغرض المعرفة على اسس واقعية وعلمية.

نشأة المصارف الاجنبية في العراق:

عرف العراق منذ اقدم العصور (لا بل ان العراق اول من عرف المصارف) وخاصة في العهد البابلي والاشوري وما الى ذلك، ولكن عهود الظلام التي تلت ذلك حرمت العراق من وجود البنوك لانحسار النشاطات الاقتصادية.

اما في عهد الحضارة الاسلامية فقد ادى تحريم الربا، وعدم تعاطي الفائدة، الى عدم تشجيع تأسيس المصارف وانتشارها، رغم تطور الفعاليات والنشاطات الاقتصادية، وزيادة المبادلات التجارية الناجمة عن ذلك.

وبعدها مرت على العراق مراحل من التدهور السياسي والاجتماعي والاقتصادي، نتيجة عهود الاحتلال المتعاقبة منذ سقوط الخلافة العباسية سنة ١٢٥٨م وحتى بداية القرن العشرين ونشوء الحكم الوطني سنة ١٩٢١م. بحيث لم تكن هنالك فعاليات اقتصادية واسعة، بل كانت هناك نشاطات اقتصادية يغلب على

طابعها الاكتفاء الذاتي، بحيث لم يستدع ذلك قيام مبادلات واسعة، تنجم عنها الحاجة لنشوء مصارف تمول تلك النشاطات وتلك المبادلات.

ولم تتوافر معلومات عن تلك المراحل المظلمة (ولكن الذي تناقلته المصادر عن المجاعات التي انتابت العراق وما يتحدث به الناس عن العهد العثماني يعطينا فكرة عن قلة مقدار النقد المتداول وعن انخفاض الاسعار الشديد، كما يعطينا فكرة عن انحطاط مستوى المعيشة لدى جميع الناس على السواء فقيرهم وغنيهم بسبب انعزال العراق عن طرق التجارة العالمية وقلة وسائل المواصلات وانعدام الامن). (اذ لم يهتم الفاتحون بتحسين احوال العراق الاقتصادية بل صرفوا معظم اهتمامهم الى فرض السيطرة السياسية واخضاع القبائل العراقية التي لم تذعن الى سلطة الحكومة ثم لغرض جبي الضرائب منها ومن غيرها).

ولهذا فقد تأخرت نشأة البنوك الحديثة في العراق عن نشاتها في البلدان الاخرى، اذ نشات البنوك في تلك البلدان في القرن الخامس عشر، اما البنوك الحديثة فقد نشأت في القرن السابع عشر، في حين لم يعرف لعراق البنوك الحديثة الا في العقد الاخير من القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، والتي كانت فروع لمصارف اجنبية، وفي مثل هذه الظروف كان طبيعيا ان يتواجد بعض الصيارفة ومقرضي النقود لتلبية بعض احتياجات السكان للخدمات المصرفية والتمويلية، وبقدر محدود يتحدد بطبيعة الظروف المحيطة بعملهم انذاك وبامكاناتهم المحدودة.

نشأت المصارف الوطنية في العراق:

قبل تأسيس البنوك التجارية الاجنبية في العراق كان الصيارفة ومقرضي النقود يقومون بوظيفة الصيرفة ويقدمون خدمات مصرفية مشابهة لما تقدمه البنوك الحديثة والكبيرة اذ انهم يقبلون الودائع ويقرضون النقود ويخصمون الاوراق التجارية لمقابلة الاحتياجات المحدودة للخدمات المصرفية في لقطاع التجاري وراسمالهم عادة يكون صغيرا يوفرونه بانفسهم، وهذا يحدد قابليتهم لتوسيع الائتمان

بكميات كبيرة، وتكون المدن المناطق الاعتيادية التي يعملون فيها، وقروضهم صغيرة ولاجل قصير.

وبعد ذلك تأسيسيت البنوك الاجنبية في العراق اعتبارا من سنة ١٨٩٠م واستمرت هيمنتها على الحقل المصرفي واستمر الصيارفة يعملون الى جانب هذه المؤسسات الأجنبية واتجهت اعمالهم الى صغار التجار والمقرضين نظرا لاستحواذ البنوك التجارية على التعامل مع الكبار منهم، ولم تتطور اعمال الصيارفة لتشكل بنوك كبيرة تعمل كمنافس قوى للقطاع الاجنبي في حقل الصيرفة التجاري.

وهذا ما دعا العراق بعد تاسيس الحكومة العراقية سنة ١٩٢٠ ان يفكر في العمل من اجل اقامة بنوك وطنية في العراق ترتبط باحتياجاته الاقتصادية وتعمل ضمن الظروف المحلية، بحيث تؤثر بها، وتلبي الاحتياجات التمويلية للقطاعات لاقتصادية المختلفة، بحيث تنشر خدماتها المصرفية في مختلف مناطق البلاد.

وكبداية للتفكير بانشاء بنوك وطنية في العراق، بدا التفكير الجدي باصدار عملة منذ سنة ١٩٢٢، وانشاء مصرف وطني للاصدار، وقد تأجل الموضوع بناء على التقرير الذي رفعته البعثة المالية التي انتدبها وزير المستعمرات البريطاني للبحث في موقف الحكومة العراقية المالي وهو التقرير الذي رفع الى وزير المالية في ٢٥ نيسان ١٩٢٥ ووضعه هلتن بانغ ورف فرنن الذي قررا فيه بان الوقت لم يحن لاصدار عملة عراقية خاصة وان انشاء مصرف وطني للاصدار امر غير متيسر.

استخدامات الائتمان المصرفي في العراق:

ان بحث استخدامات الائتمان المصرفي يقتضي التطرق الى طبيعة هذه الاستخدامات وتركيبها وحجمها ومدى نموها، بغية تعرف مدى ارتباطها بالقطاعات الاقتصادية المختلفة وهو ما سنتناوله.

الاهمية النسبية لموجودات المصارف التجارية:

ان الاهمية النسبية لموجودات المصارف التجارية تتمثل في الاتي:

١. الاحتياطات السائلة: وهي الاموال النقدية المتوافرة لدى المصارف في صناديقها ولدى البنك المركزي والمصارف الاخرى.

٢. الديون او الائتمان: تعتبر الديون او الائتمان المحور الرئيس الذي ترتكز عليه موجودات المصارف التجارية.

٣. الموجودات الاجنبية: وهي تلك الموجودات التي تحتفظ بها المصارف لقمابلة احتياجاتها الناجمة عن تعاملها على النطاق الدولي.

٤. الموجودات الاخرى: وتشمل الابنية والاثاث والمكائن والموجودات الاخرى وتعد هذه الموجودات ضرورية لقيام المصارف باعمالها.

المبحث الرابع
تأثيرات الائتمان المصرفي في العراق

تأثيرات الائتمان المصرفي في الاقتصاد العراقي:

ينصرف الائتمان المصرفي اساسا لتمويل النشاطات الاقتصادية المختلفة، ولذا فهو يرتبط ارتباطا مباشراً بهذه النشاطات، ويترك تأثيراته فيها، ويعتبر بحث هذه التأثيرات امر غاية الاهمية، لغرض معرفة المدى الذي يساهم فيه الائتمان المصرفي في توسيع النشاطات الاقتصادية، والقصور الذي يعاني منه في هذا المجال، بغية العمل على ضمان استخدام موارد الائتمان المصرفي المتاحة بما يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية.

تأثير الائتمان المصرفي في مكونات الدخل القومي

تعتبر مكونات الدخل القومي (استهلاك، ادخار، استثمار) مترابطة فيما بينها، نظرا لان الدخل القومي منظورا اليه من ناحية الدخول الموزعة= الاستهلاك+ الادخار، كما ان الدخل القومي منظوراً اليه من ناحية الانتاج= الاستهلاك+ الاستمثار، لذا فان بحث احد هذه المكونات، لابد وان يتصل ببحث الاخر، ولكن هذا لا يمنع من ان نبحث تأثير الائتمان المصرفي في هذه المكونات بشكل منفرد.

اولا: تأثير الائتمان المصرفي في الادخار.

ثانيا: تأثير الائتمان المصرفي في الاستثمار.

ثالثا: تأثير الائتمان المصرفي في الاستهلاك.

تأثير الائتمان المصرفي في القطاعين العام والخاص:

ان تحقيق التنمية الاقتصادية بالسرعة التي يمكن بها تجاوز التخلف الاقتصادي، واللحاق بركب التطور السريع الذي اصاب الدول المتقدمة، وصولا الى رفع المستويات الاقتصادية والاجتماعية لشعوب البلدان المختلفة، وامام عجز القطاع

الخاص في هذه الدول عن القيام بذلك، فقد تطلب هذا اخذ القطاع العام زمام المبادرة لقيام عملية التنمية الاقتصادية.

ولذا فان الاستثمار العام يعمل على توفير احتياجات البلد، وتنمية الاقتصاد القومي بطريقة متوازنة.

والعراق شعر بضرورة تدخل الدولة في الامور الاقتصادية وقد كانت المبادرة الاولى في هذا المجال، انشاء المصرف الزراعي الصناعي سنة ١٩٣٥، ثم انشاء مجلس الاعمار سنة ١٩٥٠، والذي قام بوضع برامج اعمارية، اعقب ذلك وضع الخطط الاقتصادية بغية تحقيق التنمية الاقتصادية، وضمن هذا التوجه كان تأميم بعض المشاريع الصناعية والتجارية وجميع البنوك وشركات التأمين سنة ١٩٦٤، واعقب ذلك تأميم شركات النفط العاملة في العراق سنة ١٩٧٢ وسنة ١٩٧٣، وقد ادى كل ذلك الى توسع القطاع العام وتزايد دوره في عملية التنمية الاقتصادية.

اما بالنسبة للمصارف الاختصاصية، فتبدوا مغايرة تماماً، اذ ساهم القطاع العام في تكوين القسم الاكبر من الودائع لدى هذه المصارف، في حين لم يساهم القطاع الخاص الا بتكوين الجزء الاقل من تلك الودائع، في الوقت الذي حصل فيه القطاع الخاص على القسم الاكبر من الائتمان الذي تمنحه هذه المصارف، ولم يحصل القطاع العام الا على جزء ضئيل جدا من الائتمان.

تأثير الائتمان المصرفي في المستوى العام للاسعار والتفاوت في الدخول

تأثيرات الائتمان المصرفي في المستوى العام للاسعار:

تستهدف التنمية الاقتصادية وبالدرجة الاولى رفع المستويات الاقتصادية والاجتماعية لافراد المجتمع، ولاشك ان تحقيق تنمية مصحوبة بارتفاع مستمر للاسعار يعيق الهدف النهائي للتنمية، بحيث قد ينجم عنه ان لا يترتب على عملية التنمية رفع المستويات الاقتصادية والاجتماعية للمواطنين، بل قد يترتب عليها انخفاض هذه المستويات، لذا يجب على واضعي السياسة الاقتصادية، ان يأخذ

بنظر الاعتبار العمل على اتخاذ كافة الاجراءات التي تمنع ارتفاع الاسعار خلال عملية التنمية، او تقليل هذا الارتفاع الى ادنى قدر ممكن، وقد يكون من بين هذه الاجراءات استخدام الائتمان المصرفي بهدف التأثير في المستوى العام للاسعار.

ويمكن توضيح تاثير الائتمان المصرفي في المستوى العام للاسعار من خلال كون ان المصارف (وهي التي تتعامل اساساً بالائتمان) هي التي تشكل وسائل الدفع في المجتمع، اذ ان عرض النقد يتكون من الاوراق والمسكوكات النقدية هي ائتمان يترتب بذمة البنك المركزي (أي السلطة النقدية) لصالح مالكي هذه الاوراق والمسكوكات، كما ان المصارف وهي تسعى لتوفير الائتمان، تعمل على تجميع الموارد على شكل ودائع لديها، تكون الودائع الجارية جزءاً مهما منها، كما ان المصارف عندما تمنح الائتمان فانها تخلق بذلك الودائع، اذ ان الائتمان الممنوح من قبل المصارف يعود قسم منه (كبيراً كان ام صغيراً حسب الاحوال) الى المصارف ذاتها بشكل ودائع، ولذا فان تعامل المصارف بالائتمان يؤثر بصورة مباشرة بحجم وسائل الدفع في المجتمع، ومن ثم فانه يؤثر في المستوى العام للاسعار.

ان عرض النقد يتأثر مباشرة بالعوامل المتصلة بالائتمان المصرفي، من حيث كون الودائع الجارية تدخل ضمن عرض النقد ومن حيث كون ودائع الاعتمادات والكفالات والودائع الثابتة وودائع التوفير تكون شبه النقد، وان شبه النقد والودائع الحكومية تكون المطلوبات المؤثرة في عرض النقد، ولاشك ان هذه الفقرات تتصل جميعها بالائتمان المصرفي من حيث كونها موارد لهذا الائتمان اما استخدامات هذا الائتمان فتدخل ضمن الموجودات المؤثرة في عرض النقد، والتي منها الديون الحكومية وديون المصارف الاختصاصية وديون القطاع الخاص، ومن ثم فان توسيع نشاطات المصارف والتي تعني توسع موارد الائتمان المصرفي واستخداماته تؤدي الى تزايد عرض النقد، ومن ثم التأثير في المستوى العام للاسعار، في حين ان تقلص نشاطات المصارف والتي تعني تقليص موارد الائتمان المصرفي واستخداماتها يؤدي الى تقليص عرض النقد، وبالتالي في لمستوى العام

للاسعار، كما انه من الضروري العمل على تثبيت الاسعار، او الحد من ارتفاعها المستمر، وحصرها في اضيق نطاق ممكن، وخاصة في الوقت الحاضر، الذي نشهد فيه تصاعداً مستمراً للاسعار، ينجم عنه مساوئ ومضار كثيرة للمجتمع وللافراد معاً، مما قد ينجم عن التغاضي عنه ليس الاضرار بالطبقات الفقيرة وذوي الدخول الواطئة فحسب، بل والى فقد الثمار التي يمكن ان يحصل عليها المواطن من عملية التنمية ومن الخطوات التي تمت في المجالات الاقتصادية ومنها تأميم النفط، اذ تمتص ارتفاعات الاسعار أي زيادة يمكن ان تحصل في الدخل النقدي للمواطنين، بحيث قد ينجم عنه انخفاض في الدخل الحقيقي اذا سمح للاسعار ان تستمر في التزايد بدون ضوابط ومحددات، ومن هذه الضوابط والمحددات التأثير في الائتمان المصرفي، لا باتجاه تقليصه ولكن بتوجيهه نحو القنوات التي لا تساهم في تزايد الاسعار. بحجبه عن المجالات الاستهلاكية.

تأثير الائتمان المصرفي في التفاوت في الدخول:

ان مشكلة التفاوت الواسع في الدخول، تثير قلقاً لدى معظم الناس، وخاصة في العصر الحديث.

والائتمان المصرفي لا يمنح دخولا بشكل مباشر، اذ ان عمل المصارف لا ينصرف هذه الوجهة، بل ينصرف الى منح قروض وسلف للافراد والمشاريع، ومن ثم يوفر الامكانية لاغتنام الفرص المتاحة عن طريق توفير التمويل اللازم، ومن ثم الحصول على دخول من جراء ذلك، ومن ثم فان منح الائتمان المصرفي لبعض الافراد وحجبه عن الاخرين يعني منح الفرصة لهولاء لكسب دخول جديدة، وعدم اتاحة مثل هذه الفرصة لاولئك ولا تتيح لنا المصارف التجارية او البنك المركزي اية بيانات عن الائتمان الذي تمنحه هذه المصارف حسب العدد او الحجم، ومن ثم نفقد بهذا امكانية التوصل الى المدى الذي يساهم ائتمان المصارف التجارية فيه من اتاحة الفرص لحصول تفاوت في الدخول.

الفصل السابع
واقع المعاملات المصرفية
الشيك (الصك) أنموذجا

الفصل السابع

واقع المعاملات المصرفية الشيك (الصك) أنموذجا

المبحث الأول

تعريف الشيك

الشيك: هو محرر يتضمن امراً بتوقيع من الساحب موجهاً الى المسحوب عليه وهو عادة بنك، وبمقتضاه يتطلب الساحب من البنك ان يدفع لد الاطلاع مبلغا معيناً من النقود لشخص معين او لذاته او لحامله ويشترط ان يكون الصك بدلته.

تعريف:

يكون ورقة شكلية بصدر فيها شخص "الساحب" امرا الى بنك باداء مبلغ معين من النقود بمجرد الاطلاع عليها الى شخص او لامر او الى حامل الورقة.

الماهية القانونية للشيك:

يمكن ارجاع النظريات المختلفة الى وضعها الفقهاء لتغير الماهية القانونية للشيك على نوعين.

اولهما: اعتبار الشيك نظاماً قانونياً بذاته مستقلاً عن الكمبيالة وهو ان اتفقت بعض احكامه مع قواعد الكمبيالة الا ان له قواعده الخاصة.

ثانيهما: ان تشابه الشيك بالكمبيالة خليف بان يخلط بينهما، او على الاقل يقارب بين الصكين ويربطهما بروابط وثيقة.

١. **الرأي الاول:** ذهب فريق من الفقهاء الى ان الشيك هو وكالة او حوالة حق، اعتماداً على القانون الفرنسي الصادر في ١٨٦٥ حيث تصف المادة الاولى منه على انه (وكالة بالوفاء) فالساحب يوكل المسحوب عليه في الوفاء الى الحامل بدلا عنه ويرى فريق اخر ان الشيك حوالة فالساحب يحيل الى المستفيد او الحامل، الحق الذي قبل المسحوب عليه.

ولا تتفق هذه النظريات مع ماهية الشيك وبخاصة اذ سحبه الساحب لمصلحته اذا كيف يوكل الساحب المسحوب عليه في الوفاء اليه وكيف يحول الساحب الى نفسه حقا له قبل المحال عليه (المسحوب عليه).

ومن ناحية اخرى لا تفسر نظرية الوكالة او الحوالة مركز المستفيد. ذلك لانه يمتلك حقاً قبل المسحوب عليه مستقلاً عن حق الساحب طبعاً لقاعدة تملك الحامل لمقابلة الوفاء وقاعدة عدم الاحتياج بالمدفوع، وكل هذا فضلاً عن ان المستفيد يحل محل الساحب في قبض فيه الشيك واستعمال كل الحقوق المتصلة بالدين. واخذ بعض الفقهاء الفرنسيين بنظرية قال بها اميل او ليفيه في المجلس التشريعي الفرنسي سنة ١٨٦٥ حيث اعتبر الشيك طريقة للوفاء. أي ان الساحب يعين شخصاً للوفاء بدلاً عنه، فاذا اراد المدين ان يوفي دينه فله ان يختار احدى خطتين فاما ان يدفع الدين مباشرة الى الدائن واما ان يسحب شيكاً على مصرفه ويسلمه الى دائنه لوفاء الدين، لذلك تسري على الوفاء بالشيك القواعد العامة للوفاء فكما يحصل الوفاء بمعرفة المدين فقد يحصل بواسطة شخص بعينه المدين وهو ما يسمى في اصطلاح الفقهاء "تعيين شخص للوفاء او للاستيفاء" ولما كان الوفاء الصحيح هو الذي تنقض به الالتزامات، فكذلك الحال في الشيك فاذا لم يحصل الحامل على قيمة الشيك بفعل الساحب او بخطئه بقى الحق الاصلي الذي يسببه سحب الشيك قائماً، ذلك لان تحرير الشيك لا يترتب بتحديد الالتزام، فاذا ازال مقابل الوفاء جاز للدائن المطالبة بدينه الاصلي، ويعتبر الشيك "قيمة معلقة على حق الختام".

ويعترض على هذا الرأي بانه لا بعد ان يكون تصوير للواقع لانه اذا كان الساحب يعين المستفيد شخصاً ليقوم بالوفاء بدلا عنه الساحب بالوفاء بنفسه اذ لم يقيم هذا الشخص المعين بالوفاء لكن هذا التعيين للوفاء لا يفسر حرمان الشخص المعين وهو الصيرفي من الاحاجاج على الحامل المدفوع التي يستطيع الاحتجاج لها على الساحب كما انه لا يضر كيف ان الحامل ليس له حق الرجوع على الموقعين السابقين الا اذا توافرت بعض الشروط دقيقة تتعلق بتحرير بروغتو ومراعاة بعض المواعيد.

٢. **الرأي الثاني:** لا تقوى نظرية استقلال الشيك على تفسير ماهية القانونية، بسبب تشابه الشيك بالاوراق التجارية، كحق الرجوع، وعدم الاحتجاج بالدفوع وقساوة القواعد القانونية المتعلقة بحقوق الحامل قبل المسحوب عليه والموقعين السابقين، ولكن هل معنى ذلك ان الشيك يعتبر نوع من الكمالية مستحق الوفاء لدى الاطلاع كما ذهب الى ذلك القانون الانكليزي؟ قد يصح ذلك اذا نظرنا الى العلاقة الوثيقة بين قواعد الصرف وقواعد الكمبيالة اذ الاصل ان تسري على الشيك قواعد الكمبيالة مع مراعاة ما يأتي:

اذا كان الشيك معتبراً من الاوراق المتداولة كالكمبيالة من قبل الشكل لانه ينشأ علاقات بين ثلاثة اشخاص وهم الساحب والمسحوب عليه والحامل من ناحية اخرى يشبه الشيك بالسند الاذني اذا سحبه الساحب لمصلحته فهو في هذه الحالة لا ينشأ علاقات الا بين شخصين وهما المسحوب عليه الذي يجب ان يوفي والساحب الذي يستوفي قيمة الشيك ويقوم المسحوب عليه في هذه الحالة بوظيفة شبيها بوظيفة محرر سند الاذني زائدة الى ما تقدم الى ان الشيك يتميز عن غيره من الاوراق التجارية بفروق قانونية ترجع الى اختلاف الحاجات الاقتصادية المراد قضائها. فالشيك باعتباره ادات لتسوية الديون، يقوم ولو بطريقة ناقصة بوظيفة العملة الائتمانية ويجب ان يكون مستحق الوفاء لدى الاطلاع.

وضمان لوفاء الشيك لدى الاطلاع تشترط القوانين ان يكون مقابل وفائه مقدور التصرف فيه. وللتحق من قيام المسحوب عليه بوفاء الشيك بمجرد تقديمه لا يليق بالساحب ان يسحب شيكاً ان لم يكن دائناً للمسحوب عليه بدين حال معين.

وليس هذا شأن الكمبيالة اذ يكفي ان يكون المقابل موجوداً في يوم الاستحقاق ولكن ان يتداول الشيك كالعملة يجب ان يكون للمتعاملين حق تحريره لحامله، ويكون شأنه كورقة البنكوت.

في حين ان بعض القوانين تشترط تداول الكمبيالة والسند والاذن بالتظهير وتحرم انشاء الكمبيالة لحاملها، وهو ما اخذ به القانون الموحد.

واخيراً لا يوجد أي سبب لاعتبار انشاء الشيك او تظهيره عملاً تجارياً، في حين ان الالتزام المرتب على توقيع كمبيالة يعتبر دائناً عملاً تجارياً ولما كان الشيك مرتبطاً باعمال الودائع المصرفية والائتمان المصرفي ويجب ان يكون اداة وفاء لكل من يودع امواله في البنوك، او يستفيد من الاعتماد المصرفية.

ولا يجوز ان يعتبر استعماله عملاً تجارياً منعزلاً أي مطلقاً. لكن خصائص الشيك التي ذكرناها، وغيرها ما لم نذكرها لا تبين ماهيته القانونية سواءاً كان مستحق الوفاء لدى الاطلاع او لحامله او اذنيا، وسواء اكان مدنيناً او تجارياً فهو يحتفظ بالعناصر الاساسية للورقة التجارية ويخلع الحق الذي يندمج فيه صفة جديدة قد تكون اشد وادق تحديداً ولكنها تسهل تداوله.

واذا كانت الورقة التجارية وجدت لتنفيذ عقد الصرف تيسيراً لمبادلة نقود حاضرة بنقود غائبة، فان بمقدور هذه الصورة القانونية للالتزامات ان تخرج من هذا الاطار القانوني القديم لكي تؤدي وظائف اقتصادية اخرى.

فالورقة التجارية لا تعدوا ان تكون وسيلة فنية قانونية ولا يعدوا الشيك ان يكون ثمرة من ثمار هذه الوسيلة، او تصنيف لها تهدف الى تسوية الديون التجارية

ويسهل عمليات الائتمان المصرفي. وقد لجأت المخازن العامة الى هذه الوسيلة الفنية فاستحدثت صكوك الايداع (Warramts) واذا لم يكن من المحقق ان الشيك هو كمبيالة لكن المحقق ان الصكين ينتميان الى فصيلة واحدة ويخضعان لتحقيق اغراض اقتصادية مختلفة بوسيلة قانونية واحدة.

على ان اتفاقية جنيف بما استحدثته من تقريب قانوني الشيك من الكمبيالات جعلت من الشيك ورقة مصرفية شبيها بالورقة التجارية، ولو كان سحبه مجرد من فكرة الائتمان بحيث لم تعد بين الصكين أي الكمبيالة المستحقة الوفاء لدى الاطلاع والشيك فوارق الا فيما نصت عليه بعض القوانين من اهلية للساحب.

ويبين مما تقدم ان الشيك ورقة تجارية تفسر ماهية القانونية لكل النظريات التي وضعت لتفسير الماهية القانونية للاوراق التجارية. لكن الضرورات الاقتصادية فرضت على الشيك بعض قواعد خاصة في نطاق القواعد العامة للاوراق التجارية.

ومن التعريفين الاوليين يتبين ان الشيك يشبه الكمبيالة فهو يتضمن ثلاث عناصر:

١. **الساحب:** هو الشخص الذي يصدر الشيك ويوقعه.

٢. **المسحوب عليه:** وهو الشخص الموجه اليه لامر وهو الذي اعطى تفويضاً بالدفع وهو عادة بنك.

٣. **المستفيد:** وهو الشخص الذي يدفع له مبلغ الشيك او لاذنه.

*** ويفترض في الشيك وجود علاقتين قانونيتين:**

العلاقة الاولى: بين الساحب والمسحوب عليه، وتقوم هذه العلاقة على وجود رصيد للساحب في الحساب لدى المسحوب عليه، وهو ما يطلق عليه اصطلاح مقابل الوفاء، هذا الرصيد هو وديعة نقدية مفيدة من الجانب الدائن من حساب الساحب لدى المسحوب عليه، ويلتزم المسحوب عليه بدفع كل او بعض هذه الوديعة النقدية بمجرد الطلب، وذلك بصرف النظر عن مصدر هذه الوديعة فقد يكون مصدرها ايداع

العميل نقوداً في حسابه لدى المسحوب عليه وقد يكون مصدرها فتح اعتماد للعميل وايداع مبلغ الاعتماد وفي حسابه، وقد يكون مصدرها، تحصيل البنك اوراقا تجارية او ارباح اسهم او فوائد سندات وايداع المبالغ في حساب العمل. وعلى اية حال، متى كان المسحوب عليه مؤمناً للساحب بمبلغ معين من النقود قابل للتصرف توافر الرصيد فامكن الساحب ان يتصرف فيه كله او بعضه بمقتضى الشيك.

ويفترض الشيك قيام علاقة قانونية ثانية بين الساحب والمستفيد ويطلق عليها وصول القيمة، وهو سبب التزام الساحب قبل المستفيد ولا يذكر في الشيك بيان وصول القيمة بخلاف الكمبيالة والشيك متطور في ذلك عن الكمبيالة وفق للعرف الذي نشأ عليه، فليس ثمة ما يدعوا الى ذكر سبب الالتزام والاصل ان السبب يفترض وقد قدم قانون جنيف الموحد عدم صدى بيان وصول القيمة في الكمبيالة ايضا فاستبعده، كما استبعدته التشريعات الحديثة.

المبحث الثاني

انشاء الشيك واصداره

اولا: انشاء الشيك.

في التفرقة بين انشاء الشيك واصداره:

الانشاء: هو العملية المادية التي يقوم بها الساحب لمخلف الشيك.

والاصدار: هو تسليمه بمعرفة الساحب الى المستفيد لكي يقبض قيمته بنفسه او بمعرفة شخص اخر بطريقة التداول.

فاذا قدم الشيك الى المسحوب عليه بمعرفة الساحب نفسه لقبض قيمته فان هذا التقديم بمثابة اصدار وتترتب عليه نتائجه وانشاء الشيك لا يترتب عليه نتائج قانونية.

اما الاصدار فهو الذي عنى به القانون وهو الذي يترتب عليه نتائج جنائية اذا كان معيباً. وتثير هذه تفرقة بين الانشاء والاصدار ونتائج في حالة سرقة الشيك بعد انشائه ودفع قيمته او تداوله.

فالسارق هو الذي يقع منه فعل الاصدار وهو الذي يتحمل النتائج الجنائية التي تترتب على الاصدار. لكن الساحب الذي سرق منه الشيك يتحمل بعض النتائج التي تترتب على انشاء الشيك متى قام المسحوب عليه بوفاء قيمته بكيفية صحيحة.

*** خصائص الشيك:**

يتميز الشيك بانه ورقة مصرفية شكلية وانه مستحق الوفاء لدى الطلب مما للساحب من ذمة المسحوب عليه من مقابل وفاء مقدور التصرف فيه وانه امر بالوفاء غير معلق على شرط لذا فأنه:

١. ورقة مصرفية:

لا يشترط القانون القائم ان يسحب الشيك على صيرفي فيجوز سحبه على أي شخص سواء اكان تاجراً ان غير تاجر وقد انتقد الفقهاء هذه الحرية. وقالوا ان الشيك المسحوب على صيرفي هو الذي يحقق مزايا اقتصادية، وهو وحده الذي يصير نقدا صحيحاً يعاون بنوك الودائع على القيام بوظائفها. كما انه من الخطر ان يسحب شيك على احد الافرد لانه لا يوفر الطمأنينة التي يحققها الشيك المسحوب على الصرفي واذا كان في مقدور كل شخص ان يسحب شيكا على مدينة تعذر على المستفيد او الحملة مستقبلين تقرير ملاءة المدين ومعرفة القيمة الحقيقية للشيك المسحوب بهذه الكيفية.

وليس من شيك في ان الشيك المسحوب على غير صيرفي يعوق تداول الشيك ولذا يقوم الشيك بوظيفته الصحيحة الا في اليوم الذي يحضر فيه السحب شيك على غير صبر كما هو الحال في معظم القوانين الحديثة.

لذى تقضي وضيفة الشيك ان يكون المسحوب عليه صيرفي أي على شخص اعترف بحفظ اموال الناس وودائعهم ووضعها تحت تصرفهم. وهذا ما اخذ به القانون الموحد والقانون الانكليزي سنة ١٨٢٢.

٢. ورقة شكلية: يتميز الشيك بخصيصة الشكلية وهي الخصيصة التي يتميز بها كل الاوراق التجارية كالكمبيالة السند الاذني بل ان الشيك امعن في الشكلية اذ جرى العمل على ان يستلم اليرفي الى عملية دفتر شيكات مكوناً عدة صحف ويكتسب على كل صحيفة منها اسم الشخص الذي تسلمه وهذا الاجراء واق من السرقة اذ يصعب على الحادث استعمال الدفتر المسروق ان في كتابة اسم الساحب على كل صحيفة ما يسهل مراجعة ومراءة اسمه.

٣. وجود مقابل وفاء: النظرية مقابل الوفاء اهمية قسوى في اصدار الشيك ولكي لا تحل الكمبيالة محل الشيك يجب ان تتوفر في مقابل وفائه شرائط خاصة. كان يكون

موجوداً من قبل ومقدور التصرف فيه والا تعرض الساحب لاجزية جنائية. لذلك يتميز الشيك بانه امر بالوفاء لدى الاطلاع ولا يكون صحيحاً الا اذا كانت النقود التي يمثلها موجود في يوم الاصدار تحت تصرف الحامل. ولا يكفي ان يكون المقابل قائماً في وقت الاصدار الشيك، بل يجب ان يظل قائماً حتى ميعاد والوفاء.

٤. مستحق الوفاء لدى الطلب.

يجب ان يكون الشيك مستحق الوفاء لدى الطلب، فهو امر غير معلق على شرط بوفاء قدر معلوم من النقود لذلك يجب ان لا يصاحبه أي شرط واقف او فاسخ يترتب عليه جعل تحصيل قيمته احتمالياً كما لا يجوز ان يتضمن اشتراط الفائدة حتى لا تتغير قيمته تبعاً لتأريخ التقديم والخلاصة انه يشترط في الشيك ان يكون (مستحق الوفاء بمجرد الاطلاع عليه وكل بيان مخالف لذلك يعتبر كان لم يكن).

ثانيا: اصدار الشيك:

يشترط لاصدار الشيك صحيحاً توافر شروط شكلية وشروط موضوعية.

أ- الشروط الشكلية:

١. المحرر:

يشترط قانونياً لانشاء الشيك ان يصدر في محرر ويحرر عادة على ورقة وفق نموذج بطبيعة البنك ويرسله للعميل. وتحمل على الورقة اسم العميل ورقم حسابه، ويترك فيها على البياض تأريخ انشاء الشيك والمبلغ واسم المستفيد ويقوم العميل بتحرير البيانات في ابياض المتروك والتوقيع على الورقة ويلتزم العميل بالمحافظة على دفتر الشيكات ويعتبر اهمالا جسمياً عدم محافظة العميل على هذا الدفتر.

ولا يوجب القانون تحرير الشيك على هذه الاوراق التي تطبعها البنوك ومن ثم يجوز تحرير شيك على أي ورقة عادية وكتابة الصيغة بالحبر والالة الكتابة مع

توقيع الساحب ويلتزم البنك بالوفاء بهذا الشيك بيد انه يجوز للبنك ان يشترط على العميل عدم دفع شيكات ما لم تكن محررة على الصيغة المطبوعة والمستخرجة من الدفتر. ويشك هذا الشرط عادةً بالكتابة، ولا يكفي لاثباته حصول العميل على دفتر شيكات من البنك ان لا تنهض هذه الواقعة مرتبة على اثبات انفاق العميل والبنك على محرم صرف شيكات ما لم تحرر على الصيغة المطبوعة.

٢. البيانات الالزامية:

ويجب ان يشتمل الشيك البيانات الاتية: امر بالدفع لدى الاطلاع، تاريخ السحب ومكانه، مبلغ الشيك، واسم المسحوب عليه، اسم المستفيد، توقيع الساحب.

١. الامر بالدفع لدى الاطلاع:

يتعين ان يشمل الشيك امراً من الساحب الى المسحوب عليه بالدفع لدى الاطلاع وتطبع عادة صيغة الامر بالدفع على النحو الاتي:

(ادفعوا الامر السيد .... او لحامله) ويجب ان يكون الامر بالدفع بسيطا فلا يجوز ان يكون معلقاً على شرط او مقترنا باجل مثل "يؤجل الدفع خمسة ايام" فيتعين عند اذ على البنك رد الشيك مع اشارة تنفيذ بطلانه، لان الشيك واجب الدفع بمجرد الاطلاع.

٢. تاريخ السحب:

تبدوا اهمية ذكر تاريخ سحب الشيك من ناحية اهلية الساحب وقت انشاء الشيك، وفي تحديد بدء مدة التقديم للدفع وبدء سريان التقادم.

ويجوز للساحب تسليم الحامل الشيك مع ترك التأريخ على بياض على ان يملئه الحامل، فيجوز عند اذ تحرير التاريخ بناء على تقويض من الساحب ولكن اذا قدم الحامل الشيك قبل كتابة الشيك وللبنك ان يرد الشيك ويطلب تحرير التاريخ بواسطة الساحب واعتماده بتوقيعه.

٣. مكان انشاء الشيك:

جرى العرف على ان يشمل الشيك بجوار تأريخ السحب ذكر مكان السحب ويفيد مكان السحب في تحديد ميعاد التقديم للدفع فاذا كان الشيك واجب الدفع في نفس المدينة وجب على الحامل تقديم الشيك خلال خمسة ايام من تاريخ السحب، اما اذا كان الشيك واجب الوفاء في مكان اخر غير مكان السحب تعين تقديمه خلال ثمانية ايام من تاريخ السحب مضاف اليه مدة المسافة والرأي مستقر على ان عدم ذكر مكان السحب لا يترتب عليه بطلان الشيك، ويفترض عند اذ ان مكان السحب هو مكان الوفاء.

٤. مبلغ الشيك: يتعين بيان مبلغ الشيك، ذلك ان محل الالتزام الثابت في الشيك هو دفع مبلغ من النقود فيجب ان يكون المبلغ معيناً ويجوز تحرير الشيك بأي مبلغ. وجرت العادة على ان يتبين المبلغ بالارقام في اعلى الشيك، ثم يبين بالكلمات في المتن. وعند الاختلاف بين البيانين بما انتهجت اليه لادارة والراجح ان يؤخذ بابيان المكتوب بالكلمات لانه يجد عناية اكبر في التحرير، وعلى اية حال فان المسألة تخضع التقدير قاض الموضوع. ونتيجة بعض التشريعات الى النص على ان تكون العبر، بالمبلغ المبين بالكلمات. على ان البنوك جرت على رد الشيك مؤثراً عليه بما يفيد ان رد المبلغ المبين بالارقام يختلف عن المبلغ المبين بالكلمات وقد يدفع البنك للحامل المبلغ الاقل.

واذ تضمن الشيك كتابة المبلغ بالكلمات فقط، وجب على البنك دفع المبلغ للحامل والا كان مسؤولا قبل العميل عن والاضرار التي ترتب على اخلاله بالتزامه بتنفيذ الامر بالدفع.

وقد يلاحظ تعديل المبلغ عند اذ على البنك رد الشيك الى الساحب كي يتحقق من صحة التعديل ويعتمده بتوقيعه واذا كان تعديل المبلغ غير ظاهر، وانتقل الشيك الى الحامل حسب انية كان للحامل المطالبة بالمبلغ كما هو ظاهر في الشيك.

٥. **اسم المسحوب عليه:** يجب ان يتضمن الشيك اسم المسحوب عليه وجرى العرف على ان يكون المسحوب عليه الشيك بنك وان لطبع اسم البنك المسحوب عليه على صدر الشيك.

٦. **المستفيد:** يجب ان يشمل الشيك بيان المستفيد من الامر بالدفع. وقد يكون المستفيد شخص معين مثل "دافعوا الى بكر" وهذا هو الشيك الاسمي وقد يعين المستفيد بتحرير الشيك لامر شخص معين فنذكر مثلا عبارة (ادفعوا لامر بكر) وهذا هو الشيك الاذني والشيك للامر، وقد يكون الشيك محرراً لحامله فتذكر عبارة "ادفعوا لحامله".

ولا يعد الشيك الاسمي ورقة تجارية لانه غير مقترن بعبارة الامر ولا يعد شيكاً او لحامله لانه غير قابل للتداول بالتظهير او التسليم.

٧. **توقيع الساحب:** لما كان الشيك تصرفا قانونياً يصدر عن ارادة الساحب لذا يجب ان يحمل الشيك توقيع السحاب او توقيع نائبه المفوض على ان يحضر الساحب البنك لهذا التوكيل.

وجرى العمل على ان يحتفظ البنك بنسخة من توقيع العميل يستخدمها للمقارنة بينهما وبين كل توقيع يحمله كل شيك يرد على الساحب وقد يرفض البنك الشيك مع ذكر ما يفيد ان التوقيع غير مطابق واذا كان الساحب امياً جاز توقيعه بالختم او ببضمة الاصبع. واذا لم يحمل الشيك توقيع الساحب كان باطلاً.

ب- الشروط الموضوعية:

ينشأ الشيك: بصفته تصرفاً قانونياً، بادارة الساحب المتفردة ويعبر الساحب عن ارادته بتوقيعه على الشيك بعد تحريره. وترتب الارداة اثارها القانونية بوصول التعبير الى علم من وجه اليه أي يستلم الشيك الى المستفيد وبذلك يتم اصداره فيشترط اذا لانعقاد الشيك صحيحاً توفر ارادة الساحب، فاذا كان التوقيع مزوراً كان الشيك باطلا لانعدام الارادة. كما يشترط في الساحب ان يكون اهلا للالتزم بالشيك

وان كل يكون محل الالتزام دفع مبلغ معين من النقود، وان يكون للشيك سبب موجود ومشروع، كما يشترط ان يكون ارادة الساحب خالية من عيوب الرضا منها:

الاهلية: يخضع الشيك للاحكام العامة في الاهلية فتشترط اهلية الاداء للتوقيع على الشيك بالسحب او التظهير او القبض ويقع توقيع القاصر عقلي على الشيك قابلا للابطال لمصلحته وله ان يتمسك بالابطال وتوفير مواجهة الحامل حسن النية.

واذا كان القاصر مأذونا بالادارة كان له ان يحسب شيكات للوفاء بالديون الناشئة عن الاعمال الادارة وليست له اهلية سحب شيكات فيما يجاوز حدود الاذن.

السبب: يشترط ان يكون لتوقيع الساحب سبب وان يكون السبب مشروعاً بيد انه لا يشترط ذكر السبب في الشيك فيقوم اصدار الشيك دليلا على وجود السبب ومشروعيته الا اذا اثبت المحرر ان الشيك لا يقوم على سبب موجود او ان السبب غير مشروع مما يترتب عليه بطلان الشيك.

عيوب الرضا: اذا وقع المحرر الشيك او اذا اظهره الحامل وكانت ارادة الموقع مشبوهة بعيب من عيوب الرضا كالغلط او الاكراه او التدليس كان الشيك قابلا للابطال لمصلحته، فاذا اوقع المحرر الشيك تحت توقيع الوسائل اخيالية استعملها المستفيد بان كان المحرر مثلا طاعنا في السن ضعيف البصر واوهمه المستفيد بان يوقع وثيقة تأمين على الحياة لمصلحته كان توقيع المحرر قابلا للابطال، فله ان يتمسك بابطال الشيك قبل المستفيد وقبل الحامل سيء النية. ولكن ليس له ان يتمسك بالابطال قبل الحامل حسن النية.

المبحث الثالث

انتقال الشيك

قد ينتقل المستفيد الشيك الى مستفيد جديد وقد يتكرر انتقال الشيك من شخص الى اخر وتختلف طريقة انتقال الشيك باختلاف شكله، فقد يكون الشيك اسميا فينتقل بطريق الحوالة الاسمية.

وقد يكون الشيك للامر او لحامله فينتقل بالتداول بالطرق التجارية فاما كان للامر انتقل بالتظهير، واذا كان لحامله انتقل بالتسليم.

الشيك الاسمي: ينتقل الشيك الاسمي بطريق الحوالة المدنية غير ان العمل جرى على عدم نقل الشيك الاسمي نظراً لان الورقة واجبة الدفع بمجرد الاطلاع فلا تتحمل اجراءات الحوالة المدنية.

الشيك للامر: ينتقل الشيك للامر بالتظهير وقد يظهر الشيك تظهيراً تاما ناقلاً للحق الثابت في الشيك الى المظهر اليه في قبض مبلغ الشيك لحساب المظهر وقد يكون التظهير التوكيل صريحا فتذكر فيه عبارة "للقبض" او "للتحصيل" وقد يكون التظهير التوكيلي ضمنياً متى جاءت التظهير معبياً او على البياض.

*** تظهير الشيك على بياض:**

ذهب بعض الفقهاء الى القول بان تظهير الشيك على بياض يعتبر تظهيراً تاما بحجة ان العرف جرى في البلاد على اجراء التظهير الناقل للملكية بمجرد التوقيع على ظهر الصك فيترتب على التظهير الشيك على البياض التظهير من الدفوع، ويفترض معه صفة المالك في المظهر اليه وتتم جريمة اصدار الشيك بدون رصيد بوقوع هذا التظهير ولانه يجب اعتماد هذا العرف والاكتفاء بمجرد التوقيع

لاعتبار التظهير ناقلا للملكية حتى يقيم صاحب الشأن الدليل على العكس، ولا سيما ان هذا الحل يسير تداول الشيك ويتفق والاتجاهات التشريعية الحديثة.

* اثار التظهير التام:

يترتب كل تظهير الشيك تظهيراً تاما بنقل الحق الثابت في الشيك الى المظهر اليه، وينتقل الى المظهر اليه الحق في مقابل الوفاء ويلتزم المظهر بضمان الوفاء بمبلغ الشيك على وجه التضامن كما يترتب على التظهير التام التظهير من الدفوع فلا يجوز الاحتجاج على الحامل حسن النية بالدفوع التي كان يستطيع المدين توجيهها الى الساحب او الحملة السابقين.

التظهير التوكيلي: وهو ان المظهر اليه الوكيل يلتزم بالضمان اذا ظهر الشيك تظهيراً تماماً.

المبحث الرابع

تظهير الشيك

تظهير الشيك المدني: اذا كان الشيك عملا مدنياً وتضمن شرط الامر، كانت الورقة قابلة للتداول بالتظهير من غير حاجة لاتخاذ اجراءات الحوالة المدنية. واستقرار الراي على ان تظهير الشيك المدني لا تترتب عليه كافة الاثار التي ترتب على تظهير الشيك التجاري.

*** الوفاء بمبلغ الشيك.**

التزام البنك بالوفاء للحامل: يلتزم البنك المحسوب عليه بدفع المبلغ المبين على الصك للحامل متى توفرت الشروط الاتية:

١. ان يكون الرصيد موجوداً لدى البنك كافياً لتغطية مبلغ الشيك.

٢. ان يكون الشيك قد استوفى الشكل القانوني.

٣. ان لا يحول دون الوفاء أي مانع قانوني.

وينشأ التزام البنك بدفع المبلغ الشيك عن عقد حساب الوديعة النقدية الذي تم ابرامه بين البنك والعميل والذي ترتب على فتح حساب لعميل لدى البنط، وبمقتضى هذا العقد يترتب التزام في ذمة البنك بدفع الشيكات التي يسحبها العميل على البنك على ان التزام البنك بالدفع يتوقف على توافر الشروط السابقة، وتتناول هذه الشروط فيما يلي:

١. يلتزم البنك بدفع مبلغ الشيك متى كان لديه رصيداً كافياً.

٢. يتعين على البنك الوفاء بالشيك ما دام قد استوفى البيانات الالزامية ونتيجة عناية البنك بصفة خاصة الى توقيع الساحب فيجب على البنك ان يتأكد من ان الشيك قد دفع عليه الساحب او نائبه.

٣. لكي يقع الوفاء صحيحاً ومبرئاً لذمة البنك قبل العميل على البنك التحقق من عدم قيام أي مانع قانوني يحول دون الوفاء. ونبين فيما يلي بعض هذه الموانع القانونية التي تبرز امتناع البنك عن دفع مبلغ الشيك.

أ- تلقي البنك اخطاراً من العميل بالمعارضة في الوفاء في حالة ضياع الشيك او افلاس الحامل.

ب- علم البنك باي عيب يشوب صفة الشخص الذي تقدم بالشيك.

ج- اخطار البنك بافلاس العميل او الحجر عليه قبل اصدار الشيك.

*** الماهية القانونية للوفاء بالشيك:**

يعتبر تسليم الشيك وفاء حقيقياً ومنذ اللحظة التي يتم فيها تسليمه لا يستطيع الدائن مطالبة المدين بشيء ما ولا ان يتخذ مثله أي جزاء حتى اللحظة التي يمتنع فيها المسحوب عليه عن وفاء الشيك لاي سبب ما. ويستطيع المدين مطالبة الدائن بتسليمه مخالصة. واذا اتفق على فوائد وفق سريانها فوراً واذا اشهر افلاس المدين بعد تسليم الشيك واريد معرفة ان كان هذا التصرف وقع في فترة الريبة وهل يجوز ابطاله فلا يلتفت الى الوقت الذي دفعت فيه قيمة الشيك. بل الى الوقت الذي تسلم فيه الدائن الشيك واذا سلم الشيك وفاء الدين قمار فلا يستطيع الخاسر استرداده تطبيقاً لقاعدة ان الخاسر لا يستطيع ان يسترد ما اوفاه باختياره.

* **الامتناع عن الوفاء:**

اذا تقدم حامل الشيك الى البنك المسحوب مطالباً بالوفاء وامتنع المسحوب عليه عن الدفع مبلغ الشيك كان للحامل الرجوع على الموقعين على الشيك لانهم جميعا ضامنون متضامنون في الوفاء للحامل. وذلك متى كان الشيك عملاً تجارياً. واوجب القانون على الحامل تقديم الشيك للوفاء خلال الميعاد القانوني والمستقر على ان جزاء تجاوز الحامل هذا الميعاد هو سقوط حق الحامل في الرجوع على المظهرين وعلى الساحب الذي قدم مقابل الوفاء فيقتصر عندئذ حق الحامل في الرجوع على المسحوب عليه باعتباره المدين الاصلي.

أ- الرجوع على الموقعين والساحب الذي قدم مقابل الوفاء:

ويشترط الرجوع الحامل على الظمان ان يكون قد قام بتقديم الشيك خلال الميعاد القانوني.

ب- الرجوع على الساحب: اذا اختار الحامل الرجوع على المحرر للشيك او اضافته تعين عليه استصدار امر اداء.

اما اذا اراد الحامل الرجوع على الملتزمين الاخرين بالشيك وكان من بينهم الساحب وجب ان يكون الرجوع الجماعي بطريق دعوى الرجوع.

* **معنى الضياع:**

يجب ان يفسر لفظ الضياع بما يتفق مع مجال الشيك وضياعه معناه زوال اليد بسبب غير ارادي او عرضي مهما يكن سبب هذا الزوال لذلك يجوز لمن فقد شيكاً بالسرقة ان يلجأ الى الاجراءات السابقة بيانها ومتى كان من غير اللازام ان تفسر النصوص تفسيراً ضيقاً فليس ثمت ما يمنع ان يشمل زوال اليد كل زوال بسبب غير اراداي او عارض كالاختلاس او سوء استعمال الحق.

* **الشيكات التي تسري عليها احكام الضياع:**

تسري احكام الضياع السالفة الذكر على الشيكات الاذنية ولا تسري على الشيكات الاسمية لان الصيرفي لا يخشى ان يتقدم شخص غير المالك الحقيقي المدون اسمه في الشيك لان نقله لا يكون الا بحوالة الحقوق ومن ثم فلا يتم وفاء الشيك الاسمي الضائع الا الى مالكه الحقيقي بعد التحقق من شخصيته.

المبحث الخامس

في ضياع الشيك وسرقته

- ضياع نسخة:

قد يحرر الشيك المسحوب على عدة نسخ وقد تضيع احدى النسخ. وللمالك حق المطالبة بموجب احدى النسخ الباقية دون ان يلتزم باتخاذ أي اجراء ذلك لان المتعاملين بالبنك حرروا الشيك من عدة نسخ توقعاً لحادث من هذا القبيل حتى لا يتأذى الحامل من ضياع بعض النسخ.

- **ضياع كل النسخ او ضياع النسخة الوحيدة:** وقد تضيع كل النسخ المحررة من الشيك وقد لا يكون الشيك محررا الا من نسخة واحدة.

- **التقادم:** ليس له اهمية كبيرة في الشيك. لانه اداة وفاء ضيقة التداول ويقدم بسرعة الى الوفاء.

- **بداية سريان التقادم:** يبدأ سريان التقادم منذ التاريخ الذي يصير فيه الشيك مستحق الوفاء ولما كان الشيك يستحق الوفاء لدى الطلب لذلك يبدأ التقادم منذ تاريخ انشاء الشيك ولا يدخل في حساب المدة المقررة للتقادم اليوم المعتبر بداية لها وتسري فيما يتعلق بالانقطاع ووقف التقادم القواعد.

الفصل الثامن
غسيل الأموال

الفصل الثامن

غسيل الاموال

تمهيد

تعتبر جرائم غسيل ألأموال(Money Lanudering) من أخطر جرائم عصر ألأقتصاد الرقمي، لانها ألتحدي الحقيقي امام منظمات ألاعمال، وهي أيضاً أمتحان لقدرة ألقواعد ألقانونية على تحقيق فعالية مواجهة ألأنشطة ألجرمية ومكافحة أنماطها المستجدة.

وغسيل ألأموال، جريمة ذوي ألياقات ألبيضاء، تماماً كغيرها من ألجرائم ألأقتصادية ألتي ترتكب من محترفي ألأجرام، وغسيل ألأموال أيضاً، جريمة لاحقة لأنشطة جرمية حققت عوائد مالية غير مشروعة، فكان لزاماً اسباغ ألمشروعية على ألعائدات ألجرمية أو مايعرف بألأموال ألقذرة، ليتاح استخدامها بيسر وسهولة، ولهذا تعد جريمة غسيل الأموال مخرجاً لمآزق ألمجرمين ألمتمثل بصعوبة ألتعامل مع متحصلات جرائمهم خاصة تلك ألتي تدر أموالاً كبيرة، كتجارة ألمخدرات وتهريب ألأسلحة وغيرها وأنشطة ألفساد المالي ومتحصلات ألأختلاس وغيرها، وتجدر ألأشارة هنا الى أن ألذهن ألعام بخصوص جرائم غسيل ألأموال ارتبط بجرائم ألمخدرات، بل ان جهود المكافحة الدولية لغسيل ألموال جائت ضمن جهود مكافحة ألمخدرات ولهذا نجد ان موضع ألنص دولياً على قواعد واحكام غسيل ألأموال جاء ضمن اتفاقية ألأمم المتحدة المتعلقة بمكافحة المخدرات، ومبرر ذلك أن انشطة المخدرات هي التي أوجدت ألوعاء ألأكبر للأموال القذرة بفعل متحصلات عوائدها العالية، غير ان هذه الحقيقة أخذة في التغير، اذ تشير الدراسات التحليلية الى انشطة الفساد المالي والوظيفي خاصة في الدول النامية من قبل المتنفذين والمتحكمين

بمصائر الشعوب ادت الى تشكيل ثروات ضخمة غير مشروعة تحتاج لتكون محلا لغسيل ألأموال كي يتمكن اصحابها من التنعم بها، وكذلك، أظهر التطور الحديث لجرائم التقنية العالية(جرائم الكومبيوتر أو الحاسوب وألأنترنت) ان عائدات هذه الجرائم من الضخامة بمكان بحيث تتطلب أنشطة غسيل ألأموال خاصة ان مقترفيها في الغالب ليس لديهم منافذ ألأنفاق الموجودة لدى عصابات المخدرات، وذات القول يرد بخصوص أنشطة ألارهاب وتجارة ألأسلحة وتجارة ألنساء والبشر والقمار وخاصة مع شيوع استخدام ألأنترنت ألتي سهلت ادارة شبكات عالمية للأنشطة ألأباحية وأنشطة القمار غير ألشرعية.

وغسيل ألاموال ايضاً، نشاط اجرامي تعاوني، تتلاقي فيه الجهود الشريرة لخبراء المال والمصارف،وخبراء التقنية- في حالات غسيل ألاموال بالطرائق ألألكترونية – وجهود اقتصاديي ألأستثمار المالي، الى جانب جهود غير الخبراء من المجرمين، ولهذا تطلب مثل هذه الجرائم دراية ومعرفة لمرتكبيها ولهذا ايظآ تطلب عملاً وتعاوناً يتجاوز الحدود الجغرافية، مما جعلها جريمة منظمة تقترفها منظمات جرمية متخصصة، وجريمة عابرة للحدود ذات سمات عالية، ومن هنا ايضاً ليس بالسهل مكافحتها دون جهد دولي وتعاوني شامل.

لاأحد يعرف ألحجم الحقيقي للمبالغ التي يجري غسلها عبر انشطة غسيل الاموال الجرمية، ولكن ثمة اتفاق عالمي انها مبالغ ضخمة بمليارات الدولارات، والتقدير الحالي انها تبلغ نحو ١٠٠ بليون دولار في امريكا وحوالي٣٠٠ بليون دولار في العالم، وجرائم غسيل الاموال ليست حكرآ على الدول الصناعيةاو مجتمعات الثروة، بل انهاا تتسع وتنمو في الدول التي توجد ثغرات في نظامها القانوني.

وبالرغم من ان اشكال وانماط ووسائل غسيل ألأموال متغيرة وعديدة، وثمة اتجاه عريض لتحويل ألموال القذرة الى موجودات مالية(مواد ثمينة)، وموجودات

عقارية أو نحوذلك، فان البيئة المصرفية تظل الموضع ألأكثر استهدافآ لآنجاز انشطة غسيل الأموال من خلالها، واذا كانت البنوك مخزن المال، فانه من الطبيعي ان توجه انشطة غاسلي الاموال القذرة الى البنوك على أمل اجراء سلسلة من عمليات مصرفية تمتسي بنتيجتها ألأموال القذرة صفة المشروعية.

ولهذا تعد البنوك المستهدف الرئيسي في عمليات غسيل ألأموال، ويرجع ذلك الى دور البنوك المتعاظم في تقديم مختلف الخدمات المصرفية وتحديدآ عمليات الصرف والتحويل النقدي بواسطة الشيكات والشيكات السياحية (ألأجنبية) والحولات المالية خاصة بالوسائل ألألكترونية وبطاقات ألأئتمان والوفاء وعمليات المقاصة وادارة المحافظ ألأستثمارية وتداول العملات وألأسهم وغيرها، وهذه الخدمات يتسع مداها ونطاقها في عصر المعلومات وتتحول الى انماط اكثر سهولة من حيث ألأداء واقل رقابة من حيث الية التنفيذ خاصة في ميدان البنوك الالكترونية أو بنوك ألويب على شبكة ألأنترنت، ومثل هذه العمليات بشكليها وألألكتروني خير وسيلة لتستغل من تجل اخفاء المصدر غير المشروع للمال.

ومن جهة أخرى، فان البنوك ذاتها، تعد رأس الحربة في مكافحة انشطة غسيل ألأموال، لحماية نفسها اولآ من ألمخاطر المالية والمسؤوليات القانونية المترتبة على خوضها اومشاركتها في هكذا أنشطة، وللمشاركة الفاعلة في الجهد الدولي لمكافحة جرائم غسيل ألأموال، وتحتاج البنوك لمعرفة معمقة وشاملة بشآن ألأليات ألتي تتبع لغسيل ألأموال، مع ألأدراك أنها أليات متغيرة ومعقدة غالبآ ماتنشآ من فكرة أحتياطية أوجرمية تولدت عن معرفة معمقة لصاحبها بالعمل المصرفي ان لم يكن قد لجآ لخبرة مصرفية مميزة للحصول على الفكرة ،من هنا كانت عمليات غسيل ألأموال في الحقل المصرفي وليدة (خبرة) مصرفية، ومن هنا ايظآ فأن كشفها ومنعها يحتاج (خبرة) مصرفية، وهذه الحقيقة تدفعنا للقول أن غسيل ألأموال ومكافحته صراع بين خبرات فنية من ذات المصدر والبيئة مع تباين في الهدف،

فغسيل ألأموال جهد شرير ومكافحته جهد خير، وبين الخير والشر ثمة مساحة من ألأجتهاد والحركة يجب أن تسد دائماً لصالح الخبرة الخيرة اذا ماأريد لأنشطة المكافحة أن تنجح وتحقق فعالية مميزة.

حتى وقت قريب كان يسود ألأعتقاد أن يد القضاء لاتمتد ألى ألأشخاص ألأجانب ألذين يملكون المال ألقذر أويمارسون أنشطة تتصل بغسيل ألأموال من خارج الحدود أو أولئك ألذين لاينتسبون الى نطاق اختصاص المحكمة التي يوجد في نطاقها المنظمات المصرفية أو المالية التي تم من خلالها اجراء عمليات الغسيل، وكذلك كان يسود ألأعتقاد أن مكافحة غسيل ألأموال مقتصرة على أموال ألمخدرات القذرة، وبكل الحالات لايمتد الى الامول الناشئة عن الفساد المالي وألأداري للقيادات والمسؤولين المدنيين والعسكريين، لكن هذا المفهوم يتغير شيئاً فشيئاً، وتمتد يد ألقضاء لتطال من هم خارج نطاق ألأختصاص المكاني للمحاكم ولتطال ايضاً مسؤولين متنفذين عن محاولات وانشطة غسيل ألأموال ألمتحصل من الفساد ألأداري.

المبحث ألأول

تعريف ونطاق جرائم غسيل ألأموال

أولا: ألمصطلح والتعريف:

ان اصطلاح غسيل ألأموال يرجع من حيث مصدره الى عصابات المافيا، حيث كان يتوافر بيد هذه العصابات أموال نقدية طائلة(غالبآ بفئات صغيرة)ناجمة عن ألأنشطة غير المشروعة وفي مقدمتها المخدرات والقمار وألأنشطة ألأباحية وألأبتزاز وتجارة المشروبات المهربة وغيرها. وقد احتاجت هذه العصابات أن تضفي المشروعية على مصادر اموالها عوضآ عن الحاجة الى حل مشكلة توافر النقد بين يديها ومشكلة عدم القدرة على حفظها داخل البنوك، وكان احد ابرز الطرائق لتحقيق هذا الهدف شراء الموجودات وانشاء المشاريع، وهو ماقام به احد اشهر قادة المافيا(آل كابون)، وقد أحيل(آل كابون) سنة١٩٣١ الى المحاكمة، لكن ليس بتهمة غسيل ألأموال غير المعروفة في ذلك الوقت، وانما بتهمة التهرب الضريبي ، وقد اخذ الحديث مداه عن المصادر غير المشروعة لهذه ألأموال في تلك المحاكمة خاصة عند ادانة(مير لانسكي) في ذلك الوقت وفي بدايات تطور الصناعة المصرفية يمثل احد ابرز وسائل غسيل ألأموال فيما بعد، وهي ألأعتماد على تحويل نقود الى مصارف اجنبية واعادة الحصول عليها عن طريق القروض.

وقد عاد المصطلح (غسيل ألأموال) للظهور مجددآ على صفحات الجرائد ابان فضيحة (ووترجيت) سنة ١٩٧٣ في امريكا، لكن ظهوره القانوني تحقق في اول دعوى امام القضاء الأمريكي سنة ١٩٨٢، ومذ ذلك الوقت جرى شيوع ألأصطلاح للدلالة على انشطة اسباغ المشروعية على ألأموال القذرة المتحصلة من مصادر غير مشروعة عن طريق ادخالها ضمن دائرة ألأموال المشروعة في عملية

تتخذ مراحل متعددة وأشكال عديدة تؤدي بالنتيجة الى اظهار المال وكان له مصدراً مشروعاً.

وجريمة غسيل ألأموال لاتقف عند حد امتلاك شخص لمال غير مشروع وأدخاله في النظام المالي للدولة، بل هذا معناها ألبسيط، وهي في الحقيقة جريمة تتعدد انماطها وتطال المسؤولية فيها مرتكبها والمساهمين فيها والمتدخلين والمنتفعين، ولعل الوقوف على انماط جرائم غسيل ألأموال يستدعي ابتداءاً تحديد المقصود وغسيل ألأموال من الوجهه القانونية وتبين مراحل تنفيذه.

ويعد تعريف دليل أللجنه ألأوروبية لغسيل ألأموال الصادرسنة ١٩٩٠ الأكثر شمولاً وتحديداً لعناصر غسيل ألأموال من بين التعريفات ألأخرى التي تضمنتها عدد من الوثائق الدولية والتشريعات الوطنية، ووفقاً للدليل المذكور فان غسيل ألأموال((عملية تحويل ألأموال المتحصلة من أنشطة جريمة بهدف اخفاء أو انكار المصدر غير الشرعي والمحظور لهذه الاموال أو مساعدة اي شخص ارتكب جرماً ليتجنب المسؤولية القانونية عن ألأحتفاظ بمتحصلات هذا الجرم))وعملية ألأفقاء او الأنكار تمتد لحقيقة أومصدر أو موقع أو حركة او ترتيبات أوطبيعة الحقوق المتحصلة من هذه ألأموال أو ملكيتها مع توافر العلم ان هذه ألأموال متحصلة من جريمة جنائية، ووفقاً لهذا التعريف فان غسيل ألأموال بالمعنى البسيط هو أظهار المال الناتج عن جرائم جنائية- كترويج المخدرات أو ألأرهاب أو ألفساد أو غيرها- بصورة أموال لها مصدر قانوني ومشروع.

ثانيا: مراحل عملية غسيل الأموال:

هذا عن التعريف،أما عن كيفية تحقق غسيل ألاموال، أو مراحل ذلك، فلا بد أن نتذكر أن عملية غسيل ألموال ليست فعلاً واحداً،ولكنها عملية تنطوي على مراحل وسلسة من ألأجراءات من هنا يكون ألأدراك مراحلها أهمية في تحديد ماينشأ من صور جرمية ترتبط بهذه ألمراحل، وبشكل عام فأن غسيل ألأموال يمر بمراحل

اساسية ثلاث يمكن ان تحصل جميعها دفعة واحة ويمكن ان تحصل كل مرحلة فيها مستقلة عن ألأخرى والواحدة تلو ألأخرى.

١. ألمرحلة ألأولى هي عملية أدخال المال في النظام المالي القانوني (PLACEMENT)، وهدف هذه المرحلة التخلص من كمية النقد الكبيرة بين يدي مالكها في البلد أو الموضع الموجودة فيه وذلك بنقله من موضعها أو موضع الحيازة وتحويلها الى اشكال نقدية او مالية مختلفة كالشيكات السياحية والحوالات البريدية وغيرها.

٢. المرحلة الثانية هي عملية نقل وتبادل المال القذر ضمن النظام المالي الذي تم ادخالها فيه (ALYERING).

٣. المرحلة الثالثة تتمثل بعملية دمج المال نهائياً بالاموال المشروعة لضمان اخفاء المصدر القذر لها (INTEGRATION) ولتحقيق نجاح هذه العمليات الثلاث فأن ستراتيجيات غسيل ألأموال الجرمية تنطلق من الحاجة الى اخفاء المصدر الحقيقي للملكية غير المشروعة، والحاجة الى المحافظة على ترتيبات عملية غسيل ألأموال، والحاجة الى تغيير ألألية وتعددها من أجل تحصيل كمية كبيرة من النقد المشروع.

ثالثا: ألأنماط الجرمية الرئيسة لغسيل ألأموال:

امام التعريف المتقدم،وامام مراحل عملية غسيل الاموال المتقدمة،يمكننا تبيين ألأنماط الجرمية ألرئيسة لعليات غسيل ألأموال:-

١. جريمة غسيل ألأموال نفسها باعتبارها الجريمة ألأساسية التي تنشأ عن امتلاك شخص(طبيعي أومعنوي)أموالآ غير مشروعة جراء جريمة جنائية أخرى، واتجاه نية هذا الشخص لمباشرة عمليات غسلها وابرام ألأتقاف لتنفيذ ذلك مع الجهات الوسيطة والمنفذة والمساهمة.

٢. جريمة المساعدة في انشطة غسل ألأموال مع توافر العلم بان المال غير مشروع، وتمتد هذه الجريمة الى كل من ساهم في اية ترتيبات او جراءات في اية من مراحل غسيل ألأموال المشار اليها أنفآ سواء كان شخصآ طبيعيآ او معنويآ، وهي الصورة الجرمية التي يجري على اساسها ملاحقة المنظمات المالية والمصرفية أذا ماكانت متورطة في ترتيبات أو اجراءات غسيل ألأموال وهي جريمة قصدية يتطلب لها من حيث الركن المادي توافر العلم لدى مرتكبها بعدم مشروعية المال واتجاه ارادته لتنفيذ النشاط الجرمي ألذي يتبع في صورته المرحلة التي يساهم فيها.

٣. حيازة او امتلاك أو ألأحتفاظ بألأموال محل عملية الغسيل او متحصلاتها مع العلم بالطبيعة غير المشروعة لها، والفرض في هذه الصورة ان الشخص ليس متورطآ بعمليات الغسيل ذاتها وانما يحوز أو يمتلك المال غير المشروع على نحو يساهم في اخفاء مصدر المال، ويساعد المجرم الذي يمتلك المال أصلآ في ألأحتفاظ بمتحصلات الجريمة، وهي ايضا جريمة قصدية تتطلب صورة القصد في ركنها المعنوي.

٤. جريمة عدم ألأبلاغ عن انشطة غسيل الأموال المشبوهة، أو ألأخفاق في منعها أو ألأهمال في كشفها، أو مخالفة متطلبات ألأبلاغ عنها، أوألأخال بالتزامات ألأبلاغ عن ألأنشطة المصرفية او المالية المقررة بموجب تقارير الرقابة ألداخلية أو الخارجية وتقارير الجهات ذات العلاقة عند توافر الرابط بينها وبين الجهة المعنية،وهذه الصور اضافة الى صور فرعية تنشأ عنها،تتعلق بجرائم في غالبها ليست قصدية وانما من قبيل جرائم الخطأ أو ألأهمال لكنها تنشأ مسؤوليات جزائية ومدنية وتأديبية أيظآ،وهي ألتزامات تتصل بالتعليمات وألأنظمة المقررة في المنظمات المالية والرقابية أو التي تتقرر بموجب القوانين كما في العديد من الدول ألاوروبية والولايات المتحدة ألأمريكية.

هذه ابرز الصور الجرمية في ميدان غسيل ألأموال، وتتباين الاتجاهات التشريعية الوطنية بشأنها، فنجد على سبيل المثال القوانين البريطانية تحدد خمسة انماط من بين جرائم غسيل ألأموال في حين نجدها أوسع من ذلك في القانون ألامريكي لما يتضمنه من تفصيلات بشأن ألأدوار الوسيطة والنهائية للمساهمين في عمليات غسيل الاموال، ولكن بالعموم، فأن ألأطار العام لتجريم انشطة غسل ألأموال ينطلق من محاور اساسية، أولها وجود ألاموال القذرة، وهي هنا اموال متحصلة من جرائم جنائية تفتقد لآي مصدر من مصادر اكتساب ألأموال المشروعة، وثانياً: الثيام بسلوكيات مادية تستهدف اخفاء المصدر غير المشروع لهذه ألأموال، وهذه السلوكيات تتباين تبعاً لدور مرتكبها في عملية غسيل ألأموال وتتباين أيظاً بين سلوكيات ايجابية. أي القيام بعمل، وسلوكيات سلبية اي ألأمتناع عن العمل. وثالثها: توافر الركن المعنوي للجريمة الذي يتخذ ي بعض صورها صورة القصد وفي صور اخرى صورة الخطأ.

المبحث ألثاني

بعض الجهود الدولية لمكافحة غسيل الأموال

يمكن القول ان سنة ١٩٨٨ تمثل سنة الارتكاز بالنسبة للجهود الدولية في حقل غسيل الاموال الا ان الاهتمام الدولي والاقليمي والوطني في هذا الموضوع قد بدأ قبل هذا التاريخ بسنوات ولكنه بقي ضمن اطار البحث العلمي ورسم الخطط وبناء الستراتيجيات دون ان يصل الى اطار دولي لتوحيد جهود المكافحة، ففي سنة ١٩٨٨ وتحديدا في ١٩٨٨/١٢/١٩ صدرت اتفاقية الامم المتحدة لمكافحة انشطة ترويج المخدرات (اتفاقية فينا١٩٨٨) وتعد اهم اتفاقيات الامم المتحدة بأعتبارها قد فتحت الانظار على مخاطر انشطة غسيل الاموال المتحصلة من المخدرات و اثرها المدمر على النظم الاقتصادية والاجتماعية للدول، وهذه الاتفاقية لاتعد من حيث محتواها اتفاقية خاصة بغسيل الاموال اذ هي في الاساس اتفاقية في حقل مكافحة المخدرات،بيد انها تناولت انشطة غسيل الاموال المتحصلة من تجارة المخدرات،بأعتبار ان تجارة المخدرات تمثل اكثر المصادر اهمية للأموال القذرة محل عمليات الغسيل.ومن المفيد ان نشير في هذا المقام ان الربط بين المخدرات وغسيل الاموال اوقع العديد من الدراسات القانونية في منزلق ادى الى تصور انشطة غسيل الاموال جزءا من انشطة المخدرات فقط، لكن لم تلبث الجهود العلمية والبحثية ان تبينت التميز بينهما بل تتجه الان للقول بظهور مصادر جديدة للاموال القذرة اكثر اهمية من المخدرات مثل انشطة المقامرة وتحديدا عبر الانترنت والانشطة الاباحية وانشطة الفساد الاداري والمالي وتحديدا من قبل القيادات المتنفذة المدنية والعسكرية في مختلف الدول وفي مقدمتها دول العالم النامي.

الى جانب جهد الامم المتحدة،وبعد عام واحدتقريبا تاسس اطار دولي لمكافحة جرائم غسل الاموال (FATF LAUNDERING FINANCLAL

(ACTION TASK FORCE ON MAONEY) نشأ عن اجتماع الدول الصناعية السبعة الكبرى، وقد عكفت هذه المنظمة على تحديد انشطة غسيل الاموال وفتحت عضويتها للدول الراغبة، وشيئاً فشيئاً وعبر خبرائها ولجان الراقبة اخذت تكشف عن اوضاع غسيل الاموال في دول العالم كل ذلك عبر الية التقارير السنوية التي تصدرها وتحضى باهتمام الجهات الحكومية والتشريعية في مختلف دول العالم، ففي تقريرها لسنة ٢٠٠٠مثلا حددت هذه المنظمة١٥دولة غير متعاونة في ميدان مكافحة انشطة غسيل الاموال من بينها دولة عربية واحدة هي لبنان التي بدورها تقدمت للمنظمة بايضاحات واعتراضات على وضعها ضمن هذه القائمة السوداء.ويرجع لهذه المنظمة الفضل في وضع اول دليل ارشادي لأنشطة غسيل الاموال وهو في الحقيقة توصيات (التوصيات الاربعون) يجري الاعتماد عليها في وضع ستراتيجيات المكافحة والتدابير التشريعية ويعتمد عليها من قبل المؤسسات المالية والمصرفية لتقيم ادائها في هذا الحقل.

أما من حيث الجهد القانوني فيظهر بشكل بارز في اطار ألاتحاد ألأوروبي، حيث صدر سنة ١٩٩٠ ألأتفاقية ألأوروبية المتعلقة باجراءات التفتيش والظبط الجرمي لغسيل الاموال وحددت ألأطار الدولي للتعاون في حقل مكافحة ألأنشطة الجرمية لغسيل ألأموال ومثلت ألأطار القانوني الارشادي للبرلمانات ألأوروبية في معرض اتخاذه التدابير وسن التشريعات للتعاون من اجل مكافحة جرائم غسيل الاموال. وعلى هدي التوصيات الاربعين الصادرة عن اطار ألذي انشأته مجموعة الدول الصناعية السبعة صدر عن اللجنة الأوروبية/ ألتحاد ألأوروبي دليل الحماية من استخدام النظام المالي في انشطة غسيل ألأموال لسنة١٩٩١ وقد هدف هذا الدليل ألأرشادي الى وضع أطار قانوني لجهات مكافحة غسيل الاموال في دول ألأعضاء وقد جرى تطبيق محتواه في العديد من التشريعات ألأوروبية منها قانون العدالة الجنائية البريطاني لسنة١٩٩٣ ومن حيث الجهد المالي وعلى صعيد الهيئات المتخصصة فأن اللجنه الدولية للنظام البنكي والممارسات ألأشرافية أصدرت مبادئ

ارشادية للحماية من جرائم غسيل ألأموال في كانون أول سنة ١٩٨٨ عرف باسم (BASLE STATENENT OF PRINCIPLES) وفي المرحلة الحالية ثمت جهود واسعة في الاطار المالي والتكنيكي لمكافحة غسيل ألأموال وتحديداً لأستخدام الوسائل ألألكترونية تبذل من قبل الهيئات المالية الدولية غير الربحية أو التجارية مثل هيئة (سويفت) التي عكفت على اجراء دراسات واصدار سياسات وتوجيهات ارشادية في ميدان المعلومات وفي مقدمتها ألأنترنت واستخدام التقنيات الحديثة لتبادل البيانات المالية، ويتقاطع مع هذا الجهد مع الجهود المبذولة في حقل البنوك ألألكترونية وبنوك ألأنترنت المتخذة من قبل الهيئات المتخصصة والخبراء في البنك الدولي وبنك التسويات ومختلف منظمات النظام ألقتصادي والتجاري الدولي وكذلك منظمات وهيئات وشبكات النشاط المصرفي سواء غير الربحية أو التجارية.

رابعا: مكافحة جرائم غسيل الأموال في البيئة العربية:

ان بناء اطار قانوني عربي لمكافحة جرائم غسيل الاموال لابد ان يكون واضح المعالم متسماً بالشمولية والاحاطة يتحقق من خلالة فعالية المكافحة وسلامة النتائج.

هذا ألأطار يتعين ان ينطلق ابتداءآ من ستراتيجية واضحة المعالم تحدد مصادر الخطر، انماط عمليات الغسيل، المراحل التنفيذية لها، الترتيبات التي يتخذها غاسلو ألاموال ومعاونيهم، وابناء القانوني القائم بما يحتويه من ثغرات تمكن لغاسلي الاموال النفاذ من خلالها لتحقيق انشطتهم غير المشروعة. فاذا ما وقفنا على المحتوى الفني لعمليات الغسيل والواقع القانوني القائم الذي يتيح النفاذ، انتقلنا الى تبين خصائص النظام المالي العربي وألأنشطة المصرفية العربية والواقع القانوني المتصل بها لتبين اوجه التخصيص الخاصة بالبيئة العربية، وبتكامل هاتين الصورتين تتضح لنا النتائج فتتحدد امامنا وبشكل وبشكل دقيق الصور الجرمية المتعين اتخاذ التدابير لمكافحتها فيجري عندئذ تحديدها بشكل دقيق لننتقل الى الجزء

الثاني من الأستراتيجية وهو أليات المكافحة، وهي هنا اليات مركبة ادارية ومالية وقانونية، يستتبعها اليات تعاون وطني وفعالياتها من جهة، وموجبات حماية السيادة الوطنية وألأقتصاد الوطني من جهة اخرى.

فأذا تحققت مثل هذه الستراتيجية كان من الواجب أن ننتقل الى اليات تنفيذها، وهو مايستتبع استثمار كل جهد او اطار وطني وعربي وعالمي، وتنفيذ الستراتيجيات يتحقق لاتخاذ التدابير التشريعية القوانين أو ألأنظمة أو التعليمات، وابرام اتفاقيات التعاون الثنائية والاقليمية والدولية،وتنفيذ برامج التوعية العامة، وتنفيذ برامج التاهيل احد اهم روافع فعالية انشطة المكافحة، فلا قيمة للتدليل الارشادي النظري أو للستراتيجية المفرغة على الاوراق أو للقوانين المحفوظة بين دفتي كتاب اذا لم تتحقق للمرتبطين بها قدرة التنفيذ العملي لمحتواها، ويمتد التدريب الى موظغي المنظمات المالية المصرفية بمختلف مراتبهم ووظائفهم والى الجهات الضابطة العدلية والقضائية والقانون والى الجهات الحكومية وجهات القطاع الخاص في أن معاً.

عندما كان الاستيلاء على المال هدفآ لعصابات السطو، سؤل احد اشهر مجرمي عمليات السطو في امريكا عن سبب استهدافه للبنوك،فقال انه هناك توجد نقود، ومع تغيير النمط الجرمي من عمليات السطو التقليدية الى جرائم اصحاب الياقات البيضاء وتحديداً الجرائم ألأقتصادية وجرائم الكومبيوتر،سؤل احد اشهر(الهاكرز)عن سبب استهدافه البنوك أيضآ، فقال انها مخزن للبيانات المالية، ولو عاد الزمان وسألنا آل كابون عن سبب استهدافه المصارف في انشطة غسيل اموال المافيا لقال انها المدخل الى دمج المال القذر بألأموال المشروعة.

خامسا: الستراتيجيات المصرفية لمكافحة جرائم غسيل الأموال:

١. سلوكيات الأزمة لمواجهة خطر غسيل الاموال:

لدى المصارف عادة أدلة توجيهية بشأن انشطة غسيل ألأموال والمسائل المتعين ملاحظتها وايلاؤها الاهتمام واخضاعها لمزيد من الفحص والتدقيق عند حصولها من قبل احد الزبائن، ومهم ألأشارة هنا ان هذه الادلة التوجيهية التي تصدر عن منظمات وهيئات مصرفية وتنظيمية وقانونية لاتتضمن عادة كافة الانشطة والوسائل نظرآ لتسارع وتنامي وتغير انشطة غسيل الاموال الجرمية، ونظرآ ايظآ لان هذه الادلة لاتكون بعيدة ايظآ عن ايدي غاسلي الاموال ومنظماتهم الجرمية. وليس المقام هنا لاعادة استعراض هذه القواعد والتوجيهات فهي متوفرة بين ايدي المصرفيين، لكننا نقف على اكثر السلوكيات أهمية في سياسة الحماية من غسيل الاموال خاصة تلك التي تظهر في البيئة المصرفية العربية أكثر من غيرها.

٢. التثبت من شخص العميل وخاصة الاشخاص المعنوية:

أول واهم عنصر من عناصر ضمان عدم الوقوع في منزلقات انشطة غسيل الاموال، عدم تهاون المصرف في التوثق من شخص العميل وتحديدآ لدى بدء التعامل، واذا كانت المصارف العربية تولي اهتمامآ بشان الاشخاص الطبيعية فان اهتمامها ليس بذات القدر بشان الاشخاص المعنوية تحديدآ المنظمات (الشركات والمؤسسات والجمعيات)، مع ان الخطر في الغالب قد يكون لدى هذه الفئة، ان الشركات الوهمية او مؤسسات وشركات وجمعيات المواجهه احد اهم وسائل غاسلي الاموال، وقد لوحظ في السنوات الاخيرة اتجاه عريض نحو فتح حسابات لشركات اجنبية غير مقيمة أو لشركات اشخاص (وطنيين) منشأة في الخارج او المناطق الحرة او غيرها بالاكتفاء بوثائق غير كافية لمعرفة البنك لعميله بالشكل المطلوب، والاخطرالتجاوز في احيان كثيرة عن عناصر هامة للتوثق، صحيح ان البنوك تتطلب وثائق مصدقة، لكن كثيرآ من السلوكيات تتجاوز اهمية التوثق من حقيقة

وجود الشخص المعنوي،مكتفية بالظاهر غالباً، مع ان اهم ما دربت عليه المنظمات المصرفية أن معرفة الزبون تتطلب معرفة سياسة عمله ونطاق نشاطه وليس معرفة شخصه فحسب.

٣. الحذر من العميل الذي يخفي المعلومات او يقدم معلومات غي كافية:

هذه القاعدة تعرفها المنظمات المصرفية، لكنها في الحقيقة متجاوز عنها كثيراً، لقد اظهرت الدراسات التحليلية لتقارير انشطة غسيل الاموال العالمية ان اكبر صفقات غسيل ألأموال كان يمكن كشفها من قبل البنك بمجرد ملاحقة مايظهر من عدم دقة العميل في تزويد البنك بالمعلومات، سواء المتعلقة بشخصه أو عمله أو نشاطه، وليس معنى ذلك ان الزبون الكتحفظ محل الشك، لكننا هنا تقف امام ملاحظة قد تمثل مدخلا اساسياً للحماية،فالزبون الممتنع عن تزويد معلومات بخصوص غرض العمل وعناصر الائتمان او عن مراكز العمل او غيرها مما تتطلبه الأعمال والخدمات المصرفية قد يخفي حقيقة ماتستلزم التوقف عندها.

٤. نشاطات غسيل الاموال عادة ماتغاير ألأنشطة التي من اجلها بدأ التعامل:

تنبه الادلة الارشادية عادة الى وجوب اخذ الحذر من تغيير انشطة الزبائن ومن الانشطة التي لاتتلائم مع اعمالهم ألأعتيادية، وتتطلب التدقيق فيها، وهذه في الحقيقة مشكلة في البيئة العربية معالم ألانشطة ألاستثمارية وتارجح المشاريع بين الفشل والنجاح واتجاهات التغيير، لكن هذا الواقع لايمنع البنك من الوقوف على انشطة زبونه، مثل ورود اوصدور حوالات- خاصة بالوسائل ألالكترونية- بمبالغ كبيرة دون وضوح مصدرها اومن مصدر لايتواءم مع طبيعة نشاط العميل، او اتجاه العميل الى تمويل صفقات اومشاريع بشك مفاجئ تغاير انشطته التمويلية.

٥. اعتماد سياسة التقارير الدورية حول النشاط المصرفي وتحليل مخرجاتها:

تعلم البنوك ان ثمة عدداً كبيراً من التقارير تستوجبها انشطة الاشراف على العمل المصرفي واخرى تتطلبها الادلة التوجيهية لمكافحة غسيل الاموال، ويلاحظ في البيئة العربية انه وان كان ثمة التزام بتنظيم هذه التقارير بانواعها لكن ثمة ايضاً استهانه بسياسات تحليلها واستظهار النتائج منها ومواصلة قراءة التغييرات الواقعية بين تغيير وأخر، وفي هذا ألاطار فان تقارير الايداعات والسحوبات وتقارير النقد الخارجي والمقاصة وتقارير الحوالات مع بيان مصادرها وتحديداً البنك الاول الذي استلم النقد من العميل، وتقارير الائتمان والاقراض وغيرها تساهم فيحال قراءتها المتفحصة التحليلية من المصرفيين الخبراء على كشف العمليات المريبة وعلى الاقل تحديد الموضع الذي يحتاج توثيقاً وفحصاً اكثر من غيره ومن ثم التحرك الفوري اذا ما تبين وجود فعل غير مشروع.

هذه السلوكيات الادبية ، جزء يسير مما تتضمنه عادة ألأدلة التوجيهية الموجودة بين ايدي المصرفيين، لكن التساؤل،لماذا هذه السلوكيات الاربعة دون غيرها؟ انها مسألة تتصل بما يظهره واقع النشاط المصرفي العربي، اذ قد لاتكون السلوكيات الاخرى ذات اثر في ظل رقابة البنك الداخلية وفي ظل سياساته العملية وكذلك في ظل انشطة الاشراف والرقابة من البنك المركزي.

ألمبحث الثالث

مكافحة غسيل الأموال

إطار عمل مقترح

نظراً للاثار الظارة لظاهرة غسيل الاموال على الاقتصاد الوطني والعالمي، ونسبة لما تحدثه هذه الظاهرة من زعزعه للثقة في المنظمات المالية فقد اصبحت مواجهتها من اولويات السلطات التشريعية والقانونية والرقابية على نطاق العالم.

كما ان التطورات المتسارعة التي شهدتها المصارف والمنظمات المالية في نواحي الربط الالكتروني والوسائل المصرفية الاخرى يجعل تلك المنظمات اكثر عرضه للاستغلال في عمليات غسيل الا موال.

واسترشاداً بالتوصيات الصادرة من مجموعة العمل المالي لمكافحة غسيل الاموال FATF يمكن تحديد الاتي من اطار عمل مقترح بـــ:

* **المقصود بعملية غسيل الاموال:**

المقصود بمصطلح غسيل الاموال في المؤسسات المالية هو ادخال اوتحويل او التعامل مع اي اموال ناتجة عن عمليات مشبوهة المصدر او غير مشروعة في موسسة مصرفية او مالية بهدف اخفاء او طمس المصدر الحقيقي لتلك الاموال لاكسابها صفة الشرعية. كما يعني هذا المصطلح تملك الاموال غير المشروعة او حيازتها او استخدامها او توظيفها باي وسيلة من الوسائل لشراء اموال منقولة او غير منقولة او للقيام بعمليات مالية.

أولا: كيفية استغلال البنوك في عمليات غسيل الأموال:

قد يتم استغلال البنوك بعدة اسليب في عمليات غسيل الاموال، يتم الايداع في حسابات مصرفية لمبالغ صغيرة نسبياً كتجزئة صغيرة لمبلغ كبير دون ان يثير

ذلك شبهه، وهناك ايظآ التواطؤ الداخلي من قبل موظف البنك لتسهيل عملية الغسيل، وايضاً يتم عن التحويلات بواسطة البنوك، وشراء الادوات النقدية كالشيكات المصرفية والسياحية واستغلال الوسائل الالكترونية في التحويلات والايداعات، أو أنشاء شركات وهمية يتم التعامل مع البنوك من خلالها. وعلى الرغم من ان الاساليب المستخدمة لغسيل الاموال كثريرة الا ان اسلوب التحويلات المالية هو الاكثر شيوعآ. وعليه على الموظف المسؤل الانتباه والتدقيق في الحالات الاتية.

١. المعاملات المصرفية:

أ- ايداعات نقدية كبيرة لاتبدو طبيعية يقوم بها فرد او شركة ممن تتم نشاطاتهم التجارية عادة بالشيكات او ادوات الدفع الاخرى.

ب- زيادات ضخمة ومفاجئة في الودائع النقدية لاي عميل او منشأة تجارية دون سبب واضح، خصوصآ أذا تم تحويل تلك الودائع خلال فترة زمنية قصيرة من الحساب الى جهة لا ترتبط في العادة مع العميل.

ج- العملاء الذين يقومون بايداعات نقدية متكررة بمبالغ صغيرة ولكن اجمالي تلك الايداعات يمثل رقمآ ضخمآ.

د- حسابات الشركات التي تتم معاملاتها المصرفية سواء في الايداع او السحب باموال نقدية بدلا عن ان تتم عن طريق وسائل الدفع الاخرى.

هـ- العملاء الذين يدفعون او يودعون اموالآ نقدية باستمرار بدلآ عن استخدام الحوالات المصرفية او التحويلات المالية عن طريق وسائل الدفع الاخرى.

و- العملاء الذين يسعون لتبديل كميات ضخمة من الاوراق النقدية من فئات صغيرة الى فئات كبيرة دون ابداء اسباب واضحة.

ز- العملاء الذين يحولون مبالغ كبيرة الى خارج البلد او الى داخل البلد مصحوبة بتعليمات الدفع نقداً.

٢. حسابات العملاء:

أ- العملاء الذين يحتفظون بعدد من الحسابات التي لايتطلبها نوع العمل الذين يؤدونه، خصوصاً اذا كانت هنالك معاملات مصرفية تتضمن اسماء اشخاص غير معروفين.

ب- العملاء الذين لديهم حسابات متعددة والذين يودعون مبالغ نقدية في كل من تلك الحسابات ويكون مجموع تلك الايداعات مبلغاً كبيراً، ماعدا في حالة المنظمات التي تحتفظ بتلك الحسابات للعلاقات المصرفية مع البنوك التي تقدم لها التسهيلات المصرفية.

ج- اي فرد أو شركة ممن يظهر حسابه فعلياً عدم وجود نشاطات عادية مصرفية شخصية كانت ام مرتبطة بعمل تجاري،ويستعمل ذلك الحساب لتلقي أو توزيع مبالغ كبيرة غير واضح أو ليس له علاقة بصاحب الحساب او عمله التجاري.

د- العملاء الذين لديهم حسابات مع عدة بنوك ضمن المنطقة الواحدة ويقومون بتحويل ارصدة تلك الحسابات الى حساب واحد ثم يحولون المبلغ المجمع الى جهة خارجية.

هـ- سحوبات نقدية كبيرة من حساب غير نشط سابقاً أو من حساب قد تسلم بالحال اموالاً كبيرة غير متوقعة من الخارج.

و- قيام عدد كبير من الاشخاص بأيداع اموال في نفس الحساب بدون تفسير ملائم.

٣. تعاملات ذات صلة بالأستثمار:

أ- شراء أوراق مالية للأحتفاظ بها في خزانة الامانات لدى المنظمة، حينما لايبدو ذلك ملائماً مع المكانة الظاهرة للعميل.

ب- ألاشخاص او المنشأت التجارية التي تحضر مبالغ مالية كبيرة للأستثمار في العملات الاجنبية او الاوراق المالية حينما يكون حجم الصفقات لاتتماشى مع الاشخاص المعنيين أو المنشأت التجارية.

ج- شراء أو بيع اوراق مالية دون غرض واضح او في ظروف تبدو غير عادية.

٤. المعاملات المصرفية والمالية الدولية:

أ- بناء ارصدة كبيرة لاتتناسب مع معدل دوران العمل التجاري للعميل والتحويل المتتالي الى حساب أو حسابات مفتوحة في الخارج.

ب- طلبات متتالية لآصدار شيكات المسافرين (شيكات سياحية) والحوالات بعملات اجنبية اوادوات أخرى قابلة للتداول بمبلغ يفوق الحد المعتمد كمؤشر من دون ابداء اسباب واضحة.

ج- ايداعات متتالية لشيكات المسافرين أو الحوالات بالعملات الاجنبية والتي تزيد قيمتها عن الحد المعتمد كمؤشر بدون ابداء اسباب واضحة،خاصة اذا كانت صادرة من الخارج.

٥. استعمال خطابات الاعتماد وغيرها من وسائل التمويل التجاري لنقل الاموال بين الدول:

أ- على البنوك اخذ الحيطة والحذر في حالة استخدام المستفيد من خطاب الاعتماد لشركات شحن يمتلكها.

ب- أن تكون المبالغ الواردة في وثائق خطابات الاعتماد المقدمة من العميل الى البنك او سلطات الجمارك غير مطابقة للاصل، وفي هذه الحالة على البنك ايقاف الاجراءات الخاصة بالعملية واتخاذ الاجراءات اللازمة.

ج- أن يكون حجم التسهيلات غير مطابق للظمانات في الحيازة ومع طبيعة او مستوى النشاطات ومع ملائمة العميل.

د- العملاء الذين يقومون بتسديد القروض المصنفة رديئة قبل الوقت المتوقع.

هـ- التمويل مقابل اصول لاتتوافق مع وضع العميل اويكون مصدر تلك الموجودات غير معروف.

و- المشاركات التي يكون مصدر مساهمة العميل فيها غير معروف او لاتتوافق مع امكانيات العميل.

٦. الخدمات ألألكترونية:

أ- عندما يتلق احد الحسابات عدة تحويلات مالية صغيرة بالطريقة الالكترونية يقوم صاحب الحساب بعمل تحويلات كبيرة بنفس الطريقة الى بلد اخر.

ب- العملاء الذين يودعون دفعات كبيرة وبشكل منتظم بما فيها ألأيداعات الالكترونية والتي لايمكن تصنيفها على انها ايداعات بحسن نيه(BONA FIDE)، أو ألذين يتلقون دفعات كبيرة وبشكل منتظم من دول معروفة على انها بلدان تعتبر اسواقآ كبيرة للمخدرات والانشطة غير القانونية ألأخرى.

ج- التحويلات من الخارج التي تصل باسم عميل البنك او اي منظمة الكترونيآ من دون ان تمر بالحساب(أي لاتودع ثم تسحب من الحساب) غير مسموح بها، اي يجب أن تسجل في الحساب وتظهر في كشف الحساب.

ثانيا: وسائل كشف ومكافحة عمليات غسيل الأموال:

على المصارف مراعاة الضوابط الاتية عند فتح وادارة الحسابات:

١. تنعقد سلطة التصديق لفتح الحسابات الجارية لمدير الفرع وفي حالة غيابه لنائبه، وذلك بناء على توصية رئيس الحسابات.

٢. التاكد من هوية مقدم الطلب من واقع الاوراق الثبوتية السارية المفعول(بطاقة شخصية،جواز سفر) مع مراعاة ان يكون الاسم رباعياً.

٣. يجب الحصول على تزكية مقبولة لمقدم الطلب من بنك سبق التعامل معه أو من اشخاص معروفين لدى البنك(أثنين على ألآقل) وذوي سمعة طيبة.

٤. الحصول على العنوان الحالي والدائم لمقدم الطلب بصورة تمكن من الاتصال به في اي وقت والزام العميل بضرورة أخطار البنك باي تعديل في العنوان.

٥. التاكد من مهنة مقدم الطلب والمصدر الرئسي لتغذية الحساب حسب المهنة وذلك بالاطلاع على وثيقة النشاط المهني.

٦. لايعتمد اي طلب في فتح الحساب الجاري أذ كان مقدم الطلب يستعمل البصمة أو الختم.

٧. يجب استيفاء الحد الادنى من المبلغ المطلوب لفتح الحساب حسبما تقرره أدارة البنك،ولا يتم استخراج دفتر الشيكات الا بعد مضي فترة مناسبة بعد ايداع المبلغ.

٨. أن يكون رئيس الحسابات بألأشتراك مع المدير أو نائبه مسؤولين مسؤولية مباشرة عن صحة اجراءات فتح الحسابات واكتمال المستندات.

٩. على البنوك التدرج في منح دفاتر الشيكات خاصة للعملاء الجدد لتبدء بدفتر فئة٢٥شيكاً، وتتدرج حسب تقييم البنك للعميل شريطة ان يكون الحساب نشطاً وقد مضى على فتح الحساب مدة معقولة.

١٠. على البنوك ألآنتظام في مد عملائها ببيان المركز المالي لحساباتهم بصورة ربع سنوية كحد ادنى وعند الطلب.

١١. على البنوك توجيه عملائها بضرورة حسن ادارة حساباتهم وتنويرهم بحقوق البنك عليهم (تطبع تلك الحقوق على ظهر الاستمارة) كما يجب اخطار البنك المركزي باي حساب يتضح ان صاحبه يسئ التعامل المصرفي بأي صورة من الصور مثل استغلال الحساب لآي اعمال ارهابية او تتعلق بالارهاب أو عمليات مشبوهه يخالف الظوابط والتوجيهات الصادرة من البنك المركزي.

١٢. يجب الاحتفاض بسجل للحسابات المفتوحة والمقفولة بكل فرع مع توضيح اسباب قفل الحساب والسعي لاسترداد المتبقي من دفاتر الشيكات الخاصة بها.

١٣. بالنسبة للحسابات الجامدة يجب مراعاة وتنفيذ ألاتي:

أ- التدقيق في مراقبة الشيكات المسحوبة عليها.

ب- عدم تنفيذ اي مدفوعات ألا بواسطة مدير الفرع أو من ينوب عنه.

ج- أن لا يتم الدفع منها الا بموجب شيكات.

د- يجب فصلها عن بقية الحسابات وأن تكون تحت مسؤولية مدير الفرع.

هـ- ضرورة اعداد تقرير شهري عنها يتم تقديمه للآدارة العليا.

و- يتم تحديد مدى زمني لهذه الحسابات يتم بعده عرضها ومناقشتها.

١٤. على البنوك تخصيص استمارة منفصلة لكل نوع من انواع الحسابات تختلف عن بعضها فيا ألتصميم واللون.

١٥. يجب على البنوك عدم تسليم دفتر الشيكات لآي عميل قبل التأكد من ايفائه بكل الالتزامات المفروضة عليه بوجب الدفتر السابق.

١٦. على البنوك عدم منح دفاتر الشيكات لاصحاب الحسابات الجارية التي يكون رصيدها متدنياً خلال فترة طويلة ويستثنى من ذلك حسابات رواتب الموظفين والمتقاعدين.

١٧. على البنوك التشدد في ادارة الحسابات المستهدفة (ألشخصيات ألأعتبارية، أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة) ويجب ان تمنح هذه الحسابات عناية خاصة للقيام بكل الاعمال المصرفية من استلام شيكات وصرف....ألخ.

١. الحسابات الشخصية:

وتشمل حسابات التجار،الموظفين،المهنيين،....ألخ

ألشروط:

أ- تقديم شهادة النشاط المهني والعنوان وموقع العمل.

ب- يقدم التجار أصل الرخصة التجارية سارية المفعول أو السجل التجاري وشهادة قيد صادرة من الغرفة التجارية.

ج- بالنسبة للمغتربين عليهم ابراز أقامة سارية المفعول بالدول ألتي يعملون بها أو تاشيرة خروج/ عودة بغرض العمل أو صورة من عقد العمل.

بالنسبة لحسابات الموظفين يجب مراعاة ألاتي:

أ- تقديم شهادة الراتب من جهة العمل.

ب- يجوز لموظفي المصارف تغذية حساباتهم من مصادر خلاف استحقاقاتهم الواردة في شروط خدمتهم شريطة تقديم المستندات التي تؤيد الدخل ام المبلغ المراد ايداعه بعد اخطار جهة العمل أو الرئيس المباشر.

ج- لا يجوز لآي مستخدم في اي مصرف أو منظمة أدارة اي حساب بالوكالة او خلافه لآي من عملاء وزبائن المصرف أو المنظمة.

د- بالنسبة للاجانب وغير المقيمين عليهم ابراز اقامة سارية المفعول واذن عمل وصورة من عقد العمل وشهادة بالراتب من جهة العمل،كما يجب مراعاة منشور البنك المركزي فيما يختص بالحسابات الجارية لغير المقيمين.

هـ- تنطبق الشروط اعلاه على الحسابات بالنقد الاجنبي مع مراعاة التقيد بمنشورات ادارة النقد الاجنبي.

٢. الحسابات المشتركة:

هي الحسابات التي يشترك فيها اثنان او اكثر ويشترط الا تكون العلاقة بينهم علاقة تجارية.

الشروط:

أ- أبراز المستندات الثبوتية اللزمة لكل واحد من الشركاء.

ب- تحديد مسؤلية أدارة الحساب سواء كانت فردية او تظامنية وتحديد الحد الاقصى المسموح به للسحب بالتوقيع المنفرد ان وجد، على ان يكون ذلك موضحآ في طلب فتح الحساب ويضاف كتوضيح في كروت التوقيعات.

٣. حسابات الشراكة:

حسابات تخص مجموعة من الافراد يؤدون اعمالآ متنوعة تجارية او غير تجارية.

الشروط:

ا- ابراز شهادة تسجيل اسم العمل المستخرجة من مسحل الاعمال أو شهادة تسجيل الشراكة أذا كانت مسجلة باسم واحد او اكثر من الشركاء.

ب- تقديم عقد الشراكة موثقآ ومعتمدة من قبل ادارة المحاكم موضحآ فيه اسماء الشركاء وعناوينهم.

ج- تحديد الاشخاص المخول لهم بالتوقيع بالتضامن والانفراد وصلاحية التوقيع المنفرد.

٤. حسابات الشركات:

وهي الشركات المسجلة بموجب قانون تسجيل الشركات.

الشروط:

أ- شهادة تسجيل الشركات لدى مسجل الشركات وشهادة بدء العمل بالنسبة للشركات المساهمة.

ب- عقد ولائحة تئسيس الشركة.

ج- قرار مجلس الادارة بفتح الحساب لدى البنك المعني.

د- قرار مجلس الادارة بتعيين الموضفين بادارة حساب الشركة وحدود صلاحياتهم.

٥. حسابات البنوك:

بانسبة لهذة البنوك يجب مراعاة الاتي:

أ- الرجوع للمركز الرئيس بخصوص كل الطلبات المقدمة لفتح حسابات البنوك او المنظمات التي تقوم باعمال البنوك او العمليات المصرفية(شركات توظيف الاموال).

ب- على المركز الرئيسي الرجوع لرئاسات تلك البنوك والشركات للاستفسار وألتأكد عند الضرورة.

٦. حسابات الشخصيات ألأعتبارية والخيرية والاجتماعية:

وتشمل الحسابات المفتوحة بواسطة الاتحادات الفئوية والهيئات الاجتماعية والاندية والجمعيات التعاونية والخيرية ...ألخ.

ألشروط:

أ- تقديم شهدة تسجيل من الجهة المختصة.

ب- تقديم صورةاللائحة التي تحكم وتنطم عمل تلك الجهة.

ج- قرار تكوين اللجنة التنفيذية وتعيين مسؤولي الادارة معتمدآ من قبل مسجل الشركات.

د- خطاب يحدد البنك الذي يتم فتح الحساب الجاري به موقع عليه من قبل الرئيس والسكرتير ويحدد اسماء الاشخاص المخول لهم بالتوقيع نيابة عن الجهة المعنية وحدود صلاحياتهم.

٧. حسابات ألأوصياء ومنفذي الوصايا:

بالنسبة لمثل هذه الحسابات يجب مراعاة الاتي:

أ- يجب تقديم اصل خطاب التعيين الصادر من المحكمة المختصة(المحكمة الشرعية).

ب- تقديم صورة من أمر الادارة او التوصية أو القوامة والتقيد بالشروط الواردة في اي منها.

منفذو الوصايا هم المسؤولون عن تنفيذ الوصايا حسب متطلبات الوصية والشروط الواردة فيها أو عادة تكون وظيفتهم مرحلية لحين توزيع التركة او تعيين مدير للتركة.

٨. حسابات مدير التركات:

بالنسبة لهذا النوع من الحسابات يجب مراعاة الاتي:

أ- تقديم القسام الشرعي أو امر الإدارة حسبما يكون الحال والخاص بورثة الشخص المتوفي.

ب- تقديم قرار المحكمة الشرعية او مدير عام التركات والذي حدد مديراً للتركة المعنية.

٩. حسابات القاصرين:

بالنسبة لحسابات القاصرين يجب مراعاة ألاتي:

أ- أن يكون مقدم الطلب ولي امر أو وصي على القاصر.

ب- أن يكون الحساب (حساب ادخار) الا أذا طلب ولي امر القاصر غير ذلك، وعليه تقع المسؤولية كاملة اذا ادار الحساب في غير مصلحة القاصر.

ج- أن يكون واي أمر القاصر مسؤولاً امام القاصر مسؤولية كاملة عند بلوغ سن الرشد في كل مايتعلق بادارة الحساب.

د- لا يجوز للقاصر ادارة اي حساب جاري باسمه،ولا يمنح دفتر شيكات وأي سحب من الحساب يجب ان يكون بحضور واي أمره او بامر من المحكمة المختصة.

الحسابات بالعملة الاجنبية:

في حالة فتح الحسابات بالعملة الاجنبية على البنوك مراعاة نفس الظوابط الخاصة بالحسابات بالعملة المحلية وبالاضافة الى الالتزام بضوابط ومنشورات الادارة العامة لموارد النقد الاجنبي.

ثالثا: التعاون فيما بين البنوك بغرض مكافحة عمليات غسيل الاموال :

١. على البنوك ان تتعاون فيما بينها ومع البنوك الخارجية في مجال مكافحة غسيل الاموال وذلك عن طريق تبادل المعلومات والمستندات حول حالات غسيل الاموال التي يتم اكتشافها والمعاملات المشتبه بها.على ان يكون ذلك ضمن حدود الاجراءات القانونية وسرية المعلومات الخاصة بها.

٢. على البنك الحصول على موافقة البنك المركزي عندما تكون المعلومات والمستندات المعنية مطلوبة من قبل بنك اجنبي.

رابعا: وسائل واجراءات عامة:

١. يجب على البنوك ان تولي اهتماماً خاصاً لبعض العمليات التي تخالف نمط العمليات المعتادة في حركة الحساب مثل العمليات ذات المبالغ الكبيرة او التي تتم بمبالغ صغيرة وعلى مدد دورية منتظمة دون ان يكون لها غرض واضح او سبب اقتصادي واضح،أو العمليات التي تتم مع اطراف اخرى من دول لاتطبق فيها ظوابط كافية لمكافحة عمليات غسيل الاموال.

٢. في حالة الاشتباه في مصداقية البيانات والمعلومات التي يقدمها العملاء يجب على موظف البنك التحقق من صحتها بالطريقة المناسبة. وعموماً يجب الحصول على معلومات كافية عن الطبيعة التجارية لانشطة العميل اضافة الى معرفة وفهم الاساس التجاري لكل معاملة او خدمة مقدمة للعميل المشتبة فيه.

٣. يجب على البنوك وضع السياسات واجراءات عمل وظوابط داخلية لمكافحة غسيل الاموال على ان يتم تطويرها بشكل مستمر.وتشمل هذه الظةابط كحد ادنى ما ألاتي:

أ- تكليف مراقب الالتزام (complance officer) بتاكيد تطبيق هذه الضوابط والتنسيق مع البنك المركزي في هذا المجال.

ب- على البنك تطوير نضام رقابة داخلية لمكافحة غسيل الاموال،ويتضمن هذا النظام السياسات والاجراءات المكتوبة التي تكفل عدم استخدام البنك وفلروعه من قبل غاسلي الاموال والكشف عن مثل هذه العمليات.ويجب ان تتضمن هذه السياسات والاجراءات خصوصا تلك التي توكد مبدا"اعرف عميلك" وذلك اضافة الى تصميم نظام محكم للتقارير الداخلية الصادره عن عمليات البنك والتي تساعد لهذا الغرض.

وتشمل تقارير وارصدة الحسابات الجارية وتقارير الحوالات وتقارير العمليات الكبيرة،اضافة الى تقارير العمليات ذات المباغ الصغيرة المتتالية.

ج- يجب ان تتاكد وحدة المراجعة الداخلية في البنك من اتباع جميع موظفي البنك وعلى كافة مستوياتهم لسياسات واجراءات البنك فيما يختص بمكافحة عمليات غسيل الاموال.

د- على البنوك ان تقوم بوضع الظوابط اللازمة لمنع استغلال وسائل الدفع الالكترونية في عمليات غسيل الاموال.

خامسا: التبليغ عن اكتشاف عمليات غسيل الاموال او الاشتباه فيها:

١. على كل موظف في البنك في حالة اشتباهه او اكتشافه لعملية غسيل اموال أن يبلغ ادارته، وعلى البنك ابلاغ البنك المركزي فورآ، مع تقديم جميع مايتعلق بالعملية المبلغ عنها من مستندات وبيانات، ويجوز للبنك المركزي اصدار توجيه الى ذلك البنك بتجميد تلك المعاملة او التحفظ عليها كما يجوز له اشعار اي جهه رسمية أو قضائية بذلك. ولايجوز للموظف او البنك لفت نظر العميل باي صوره بان عمليته فيها شبهة غسيل اموال.

٢. يجب على كل موظف في حالة اكتشافه او اشتباهه بعملية غسيل امول ان يبلغ عنها وفقآ للاجراءات المتبعة في مصرفه، حيث ان الاخفاق في التبليغ أو تحذير من له علاقة بعمليات غسيل الاموال أ مساعدته قد يترتب عليها عقوبات مالية وادارية وقانونية تطال الموظف نفسة.

٣. يعفى البنك أو الموظف المبلغ من اية مسؤولية نتيجة تبليغه سواء ثبت صحة الاشتباه او لم يثبت.طالما ان التبليغ قد تم بحسن نية. كما ان ابلاغ السلطات المختصة عن العمليات المشتبه بها لايتنافى مع السرية المصرفية المنصوص عنها في لوائح وانظمة البنوك.

سادسا: مسؤوليات المراجع الخارجي في مجال مكافحة عمليات غسيل الاموال:

على المراجع الخارجي لحسابات البنك ان يقوم وضمن مهامه في نطاق المراجعة بمراقبة تطبيق السياسات الخاصة بمكافحة غسيل الاموال والتاكد من توافر السياسات الملائمة لذلك لدى البنك وعن كفاية نظام الرقابة الداخلية فيه وان يدرج ذلك ضمن تقريره.كما يجب عليه اثناء قيامه بعمله المعتاد كمراجع للحسابات ان يبلغ ادارة البنك باية عملية يشتبه بكونها غسيلاً للاموال.

سابعا: تدريب الموظفين:

أ- يقوم البنك بتدريب الموظفين المعنيين باستلام النقد او مراقبة الحسابات وتقاريرها، وذلك على جميع الامور ذات الصلة بغسيل الاموال. ويجب ان يكون التدريب متماشياً مع المسؤوليات المنوطة بالموظفين وعلى هؤلاء توخي الحيطة والحذر دائماً.

ب- يقوم البنك المركزي بتوجيه البنوك بشأن وسائل التدريب التي يجب تطبيقها وذلك بعقد حلقات عمل للتدريب على سبل مواجهة غسيل الاموال.

ثامنا: مسؤولية البنك عن الاحتفاظ بالسجلات والبيانات:

على البنك تطوير نظام لحفظ السجلات والبيانات المتعلقة بالعمليات سواء المحلية او الخارجية.

بحيث يمكن اتاحة هذه البيانات للجهات المختصة عند الطلب.على ان يتم الاحتفاظ بها لمدة لاتقل عن خمس سنوات من تاريخ اجراء المعاملة بكل السجلات المتعلقة بعملياتها المحلية والدولية لتتمكن من الوفاء بسرعة بما يطلبه البنك المركزي من معلومات ، وهذه السجلات يجب ان تكون كافية وبما يسمح باعادة تكوين العمليات الفردية بما في ذلك القيم ونوعية العملات.

على كافة البنوك العاملة تنفيذ ماجاء في هذا المنشور اعتباراً من تاريخ صدوره وتعميمه على كافة فروعها في الداخل والخارج واصدار التعليمات الداخلية لتطبيقه.

- خاتمة:

ان عمليات غسل الاموال من الجرائم الخطرة التي تحتاج الى جهد دولية وقوانين خاصة لمكافحتها وبالذات مع ظهور التطور الحديث- الحاسوب والانترنيت- التي عملت على زيادة هذه الجرائم وتنوعها.

وغسيل الاموال نشاط يتعاون به خبراء ذو اختصاصات مختلفة اي انها جرائم منظمة تتجاوز الحدود الجغرافية،ويكون حجم اموالها التي يتم غسلها ضخمة، ولهذا يتطلب مكافحة هذه الجريمة عملاً دولياًذي تعاون شامل.

وأغلب هذه العمليات تحصل في البنوك لكونها مختزن الاموال وكذلك لدورها التطوري في تقديم الخدمات المصرفية المتنوعة وتسهيل ادائها ما يعمل على تقليل الرقابة خاصة في عمل البنوك ألألكترونية، لذلك تحتاج البنوك الى معرفة معمقة وشاملة بشأن الاليات المتبعة في عمليات غسيل الاموال وان تكون هذه المعرفة متجددة وذات اليات متغيرة لان اغلب افكار عمليات غسل الاموال تولدت من افراد يتميزون بالخبرة المصرفية، لذلك ان عملية كشفها ومحاربتها تحتاج الى خبرة مصرفية فيها.

المصادر

أولا/ المصادر ألعربية:

١. أساسيات ألادارة ألمالية: مداخل وتطبيقات. ألشمري، د. صادق راشد و نعمة، د. نغم حسين. مطبعة ألكتاب/ بغداد- ٢٠١٤م.

٢. ألتحليل المالي لأغراض تقييم ألأداء والتنبؤ بالفشل. الزبيدي، د. حمزة محمود. مؤسسة ألوراق للنشر وألتوزيع - ألأردن / عمان- ٢٠١٠م.

٣. ألأدارة ألمالية ألمتقدمة. ألزبيدي، د. حمزة محمود، مؤسسة ألوراق للنشر وألتوزيع - ألأردن / عمان- ٢٠٠٨م.

٤. الادارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، أوجين برجهام، ميشل ابراهاردت، تعريب. د. سرور علي أبراهيم سرور، دار ألمريخ للنشر- السعودية/ ألرياض-٢٠٠٩م (ألكتابين ألأول وألثاني) .

٥. تقييم القرارات ألأستثمارية. كداوي، د. طلال محمود/ جامعة ألموصل- ٢٠٠٩م.

٦. ألأستثمار وفق نظام ألبناء والتشغيل والتحويل أنموذج مقترح لقاعدة محلية محاسبية. عبود، د. سالم محمد و يعقوب، د. فيحاء عبد الله وحسين، د. عماد رسن. دار ألدكتور للعلوم ألإدارية وألأقتصادية . بغداد - ٢٠١٤م.

٧. ألأزمة ألمالية ألعالمية ومستقبل اقتصاديات ألحياة. عبود ، د. سالم محمد، دار ألدكتور للعلوم الادارية وألأقتصادية بغداد- ٢٠١١م.

٨. أندماج ألأسواق ألمالية ألدولية: اسبابه وأنعكاساته على ألأقتصاد ألعالمي. ألعاني، د. عماد محمد علي، بيت الحكمة - بغداد- ٢٠٠٢م.

٩. تحليل ومناقشة القوائم المالية، الحبيطي، قاسم محسن ويحيى، زياد هاشم/ جامعة الموصل، ٢٠٠٢م.

١٠. الجزيري، د. خيري علي. أدارة مالية، جامعة القاهرة / مصر- ١٩٩٣م.

١١. ألأدارة ألمالية/ النظرية والتطبيق، النعيمي، د. عدنان تايه والساقي/ د. سعدون مهدي وسلام ، د. اسامة عزمي وموسى، د. شقيري نوري، دار الميسرة – ألأردن / عمان – ٢٠٠٧م.

١٢. ألأدارة ألمالية، حداد/ د. فايز سليم/ ألأردن- عمان دار ألحامد للنشر والتوزيع/ ٢٠٠٨م.

١٣. التطبيقات الرياضية في الادارة المالية/ الشمري، د. نذير عباس ونعمه ، د. نغم حسين.

١٤. ألأدارة ألمالية/ ألعامري، د. محمد علي ابراهيم، دار أبن ألأثير للطباعة والنشر- جامعة الموصل ٢٠٠١م.

١٥. ألأدارة المالية المتقدمة/ ألعامري، د. محمد علي ابراهيم، ألآردن- عمان/ اثراء للنشر والتوزيع/ ٢٠١٠م.

١٦. تحليل القوائم المالية/ مفاهيم وطرق، الشماع، د. سمير منير عبد الملك، دار الدكتور للعلوم- بغداد ٢٠١٠م.

١٧. أدارة المصارف/ المفاهيم ألأساسية والمرتكزات الفكرية، قدو، د. بديع جميل، ط م- بغداد ٢٠١٣م (بدون ذكر جهة النشر).

١٨. ادارة المصارف: ألواقع والتطبيقات العلمية، الشمري، صادق راشد، الاردن – عمان/ دار صفاء للنشر والتوزيع/ ٢٠٠٩م.

١٩. خصوصية العمل المصرفي، سعيد، د. عبد السلام لفته، دار الدكتور للعلوم ألادارية وألاقتصادية/ ط٢ بغداد ٢٠١٢م.

٢٠. الصيرفة المركزية والسياسية النقدية، السامرائي، د. يسرى مهدي والدوري، د. زكريا مطك، اكاديمية الدراسات العليا للبحوث ألاقتصادية/ ليبيا/ مطابع اديتار -١٩٩٩م.

٢١. أدارة ألمصارف، أبو أحمد، د. رضا صاحب وقدوري، د. فائق مشعل، دار أبن ألأثير الطباعة والنشر- ألموصل (بدون ذكر سنة النشر).

٢٢. ادارة البنوك، رمضان، د. زياد وجودة، د. محفوظ/ ألأردن/ عمان دار وائل للنشر- ط٣- ٢٠٠٦م.

٢٣. دليل ألادارة ألمالية/ مجموعة أدوات ألادارة ألمالية/ نقابة المحاسبين والمدققين العراقيين، الجزء ألأول- ألناشر ازدهار ٢٠٠٦م.

٢٤. مباديء ألاحصاء- أبو صالح، محمد صبحي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع/ الطبعة العربية- ألاردن- عمان/٢٠٠٧م.

٢٥. ألاحصاء للاداريين وألاقتصاديين، ألقاضي، دلال وعبد الله، سهيلة والبياتي، محمود، دار الحامد للنشر والتوزيع- ألأردن- عمان/٢٠٠٥م.

٢٦. اعادة هيكلة ألأدارة ألمالية باستخدام معيار القيمة ألأقتصادية ألمضافة/ دراسة تحليلية، الزبيدي، حمزة والكيلاني، قيس- المجلة ألاردنية للعلوم ألتطبيقية - المجلد ألثامن- العدد ألاول- ٢٠٠٥م.

٢٧. مدى ملائمة القيمة ألاقتصادية ألمضافة لقياس نماذج ألشركات ألصناعية ألمساهمة ألاردنية. نور، عبد الناصر وعلاء الدين السبتي، مجلة دراسات ألعلوم ألأدارية، مجلد٣٠- العدد٢/٢٠٠٣م.

٢٨. ألقانون ألتجاري، طالباني، د. نوري/ مطابع جامعة ألموصل/١٩٧٩م.

٢٩. ظاهرة ألفساد ألاداري والمالي/ دراسة في اشكالية ألاصلاح ألاداري والتنمية. عبود، د. سالم محمد/ جامعة بغداد/ دار ألدكتور للعلوم- بغداد/٢٠٠٨م.

٣٠. ظاهرة ألفساد ألاداري والمالي، مدخل ستراتيجي للمكافحة/ عبود، د. سالم محمد/ جامعة بغداد/ دار الدكتور للعلوم- بغداد ٢٠١١م.

٣١. قضاء حدث لي هذا أم قدر: دراسة حول اشكالية التخلف والنهضة الحضارية. عبود، د. سالم محمد/ جامعة بغداد/ دار الدكتور للعلوم- بغداد/ ٢٠٠٨م.

٣٢. مدخل الى حماية المستهلك، عبود، د. سالم محمد والموسوي، د. منى تركي، جامعة بغداد/ مركز بحوث السوق وحماية المستهلك / دار ألدكتور للعلوم- بغداد/ ٢٠٠٩م.

٣٣. متطلبات اقامة أقسام فعالة للرقابة ألداخلية في المصارف التجارية مع التركيز على الخصوصية العراقية في ألأداء اليومي، اصدارات رابطة المصارف العراقية/ بغداد/ ٢٠٠٨م.

ثانيا/ المصادر الأجنبية:

٣٤. Al Ehrbar, (1993), "UVA to measure performance and assess strategy ،"trategy & Leadership Journal Vol.27, Issue 3.

٣٥. Al. Ehrbar, A. (1998), "Stern Stewart's EAV: New York, USA.

٣٦. Anderson, A., M. And Bey, R.P., (1998),'An empirical analysis of the consistency, Sensitivity, and validity of economic value added "Working Paper, Financial Management Association Meeting, 14-17' October.

٣٧. Appleby, C., (1997), "The new lingo of value added", Health and Hospital Network.

٣٨. Athanassakos, G., (2007), value- based management, EVA and stock price performance in Canada", Management Decesion, Vol. 45,Issue 9.

٣٩. Bhattacharya, A.K& ،Phanil, B.V., (2005), "Economic value added --- A general perspective ", Econ WBA in its series with number 0504003, India.

٤٠. Bhattacharya, A. K& .Phanil, B. V,, (2004), Social Science Electronic Publishing, Inc.

٤١. Chen, S. and Dodd, J. L. (2001), "Opetating income, Residual income. And EVA: which metric is value relvant", Journal of Managerial Issues, Spring .

٤٢. Chung, D. Y & .Hrazdil, K., (2011), Market efficiency and the post -earnings announcement drift, Contemporary Accounting Research Vol.28 N,3.

٤٣. Copeland, T., Koller, T. Murrin, J. (2000), "Valuation: measuring and managing the value of companies", 3rd .ed., John Wiley & Sons, New, York, NY.

٤٤. De Medeiros, O., R., (2002), "Emprircal evidence on the relationship between EVA and stock returns in Brazilian firms", Department of Accoun ting, University of Brasilia, Brazil.

٤٥. Fisher F.M. and McGowan, J.J. (1983), "On the misuse of accounting rate of returns to infer monopoly profist", American Economic Review, Vol. 73,No,1

٤٦. Griffith, J., M.,(2004), "The true value of EVA", Jorunal, of Applied Finance, Fal/winter.

٤٧. Groth, J., Byers, S.S & .Bogert, J., (1996),"Capital, economic returnc and the creation value", Management Decision, 34/6.

٤٨ . Ismail, A., (2006), "Is economic value added more associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence". International Journal of Managerail Finance,Vol.2,No.4.

٤٩. Leong, K., Pagani & ،Zaima, J. (2009), Portffohio strategies using EVA ،earnings ratio or book – to market: Is one best? Review of Accounting and Finance, Vol. *, Issue 1.

٥٠. Madanoglu, M., Chang D.Y & ،.Chu, Y., (2004), "Creating economic value in the US airlines industry: we missing the flight،"International Journal of Contemporary Hospitality management" Vol. 16, No. 4.

٥١. Mashayekhi, B., Talebi, A & .Bahavarnia, V., (2007),? Eva versus earnings: evidence from Iran", International of Accouting and Information Management, Vol. 18, issue 1.

٥٢ . Mouritesen, J" ،(١٩٩٨) . Driving economic value added versus intellectual capital", Management Accounting Research, Vol. 13, December.

٥٣. O'Byrne, S., (1996), "EVA and market value", Journal of Applied Corporate Finane", Vol,9 .

٥٤. Olsen, M. D ،.West, hospitality industry", 2nd .ed., John Wilky & Sons, New York, NY.

٥٥. Palliam, R., (2006), "Further evidence on the information contents of economic value added", Review of Accounting and Finance ،Vol.5.NO.3

٥٦. Apte, P.C., International Financial Managment. 4th .Ed. Tata McGraw – Hill Publishing, 2006.

٥٧. Archer, S.H., Choate, G., Racette, G., Financal Management 2nd.ed .N.Y. John Wiley & Sons, 1983.

٥٨. Besley: S & ،.Brigham. E., Principles of Finance, The Dryden press, 1999.

٥٩. Brigham, E., Financial Mangement, Theory & Practices, The Drydem Press, 1989.

٦٠. Brigham E. & Gapenski, L., Intermediate Financial Managemet, The Dryden Press, 1987.

٦١. Gitman, L. L., PrinciPles of Management Finance, Harper and Row, Inc ،.N.Y.1983.

٦٢. Gup, B. E., Principles of Financial Management, N,Y. John Willy & Sons, Inc., 1983.

٦٣. Horngren, C.T., Accounting for Financial Management, Irwin McGraw- Hill 1998.

٦٤. Horngren, C. T., Accounting For Management Control ،An Introdution, 2nd.ed Printice – Hill. Inc.

٦٥. Johnson, R.W., Financial Managmenet, 4th-ed., Boston & Bacon Inc., 1971.

٦٦. Weston fred j. And cpland, Thomson e(1992)9th.ed managerilal finance. The Dryden press international edition.

٦٧. Van horn, James C., (1998), 9th.ed .management and policy, the hall international, Inc.

٦٨. Van horn, James C., (2002), financial management and Policy 11th.ed, Prentice – hall international, Inc.

٦٩. Sharpe, F. William. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium. Under Conditions of Risk Journal of Finance, 19:425 – 442.

٧٠. Stickney, P. Clyde., and Weil ،L. Roman. 1997, Financial Accounting :An Introduction to Concepts, Concepts, Methods, and Uses Eighth Edition, The Dryden Press, USA.

٧١. Tobin, J. 1958. Liquidity Preference as Behavior Toward Risk. Review of Econamics Studies, 25: 65 – 85.

٧٢. Weston, J. Fred., Besley, Scott., and Brigham, F. Eugene. 1996 .Essentials of Managerial Finance. Eleventh, Edition, The Dryden Press.

٧٣. Weston ،J. Fred and Brigham, F. Eugene. 1985. Essentials of Managerial Finance. Seventh Edition, The Dryden Press.

نبذة عن المؤلف

ألأستاذ المساعد ألدكتور أحمد محمد فهمي سعيد البرزنجي.

* **السيرة الذاتية**:

- من مواليد بغداد ١٩٦٣.

- أكمل دراسته الجامعية في الجامعة المستنصرية/ كلية ألادارة وألاقتصاد قسم أدارة ألأعمال.

* البكالوريوس ١٩٨٥م.

* الماجستير ١٩٩٥م.

* الدكتوراه ٢٠٠١م.

* **ألتدريس الجامعي**:

- تدريسي محاضر في قسمي ادارة الاعمال والمحاسبة في كلية ألادارة وألاقتصاد/ الجامعة المستنصرية منذ العام الدراسي ١٩٩٥-١٩٩٦م ولغاية العام الدراسي ٢٠٠٤-٢٠٠٥م.

- تدريسي على ملاك قسم ادارة ألاعمال/ كلية ألرافدين الجامعة منذ العام الدراسي ٢٠٠٥-٢٠٠٦م والى يومنا هذا.

- أستاذ الدراسات ألعليا/ ألمحاضر في المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية منذ ألعام الدراسي ٢٠٠٦-٢٠٠٧م لبرنامجي الدكتوراه والماجستير والى يومنا هذا.

- استاذ الدراسات العليا المحاضر في جامعة النهرين/كلية اقتصاديات الاعمال/ برنامج الماجستير/ الدورة ألأولى ألعام الدراسي ٢٠١٥-٢٠١٦م .

***ألأشراف العلمي والمناقشات:**

- أشرف على عشرات ألرسائل وألاطاريح ألجامعية كما وناقش ايضاً عشرات الرسائل وألاطاريح الجامعية منذ سنة ٢٠٠٤م .

***ألمؤلفات:**

فضلاً عن هذا الكتاب فان للمؤلف عدة مؤلفات هي:

١. أستراتيجيات ألتسويق: المفاهيم/ ألاسس/ ألوظائف (مع المرحوم ألأستاذ نزار عبد المجيد البرواري) عن دار وائل للنشر في عمان- ألأردن بطبعتين ٢٠٠٤م و٢٠٠٨م.
٢. ألاستثمار وأدواته في ألاسواق ألمالية/ دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والامريكي (مع ألدكتور سالم محمد عبود) عن دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية/ بغداد -٢٠١٤م.
٣. مدخل في التمويل وألاستثمار/ عن دار ألدكتور للعلوم ألادارية وألاقتصادية/ بغداد-٢٠١٤م.
٤. مدخل في ألادارة المالية ألمتقدمة/ عن دار ألدكتور للعلوم ألادارية، والاقتصادية/ بغداد ٢٠١٥م.
٥. مدخل في التسويق ألأعلامي(مع الدكتور سالم محمد عبود) عن دار الدكتور للعلوم ألادارية وألاقتصادية بغداد/ ٢٠١٥ م.



هذا الكتاب

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيد المرسلين وآله وصحبه الطاهرين .. اتشرف ان يقع بين يدي هذا الجهد العلمي وان يطلب مني ان اقدم له ، وهذا وحده تكريم لي شخصيا ، لقد استمتعت بالقراءة وتعددت زوايا الثناء وحصرتها في محورين هما الكاتب والكتاب .

اما الكاتب فأنه يملك المثابرة والجد والالتزام والشعور والرغبة والقدرة على الارتقاء وتنمية المعارف والفيض بما توفر عنده من المعرفة على كل من حوله لانه يشعر بالمسؤولية العلمية والاخلاقية لماهية الاستاذ الجامعي وقيمته الاعتبارية ، لذا اجد ان صناعة التاليف وحرفة الكتابة قد اخذت طريقها في هذا البحر المعرفي العميق ، لذا لا اجد كلمة ثناء تكفي له لان الكلمات وحروفها قد لا تعبر عن مكنون الاحترام واتمنى له التوفيق .

اما الكتاب .. فقد جمع بين دفتيه الكم الكثير والنوع الغزير من متطلبات العلوم المالية او ما يحتاجه الطالب او الباحث او المؤسسات سواء في الدراسات الاولية او العليا ، من هنا نجد ان الرحلة مع الكتاب سوف تحقق المتعة والمنفعة فقد تناول الكتاب قسمين رئيسين هما سوق المال مدخل في التقييم والادوات ، اما القسم الثاني فقد تخصص في مجال سوق المال كمدخل في الائتمان والمعاملات المصرفية فضلا عن تفاصيل متنوعة بكل ما هو مستجد او ضروري سواء في مجال الحوكمة او غسيل الاموال او المشتقات المالية بل كل ما يحتاجه رجال المال والاعمال والصيرفة والمؤسسات المالية.

تتشرف دار الدكتور للعلوم ان تضم هذا الجهد العلمي القيم ضمن انتاجها وتفتخر بان تسوق المعرفة لمثل هؤلاء الاساتذة ومثل هذه المصادر الرصينة .

نسأل الله التوفيق للجميع وعسى ان يكون عملا صالحا لخدمة عراقنا الحبيب .

الناشر